

**Inwiefern ist das Image
der Aktiengesellschaft durch interne
Finanzierungsmaßnahmen zu
beeinflussen**

Heinz Spindler

1970

INWIEFERN IST DAS IMAGE DER AKTIENGESELLSCHAFT
DURCH INTERNE FINANZIERUNGSMASSNAHMEN
ZU BEEINFLUSSEN

Inaugural - Dissertation
zur Erlangung der Doktorwürde
einer Hohen Staatswirtschaftlichen Fakultät
der Ludwig-Maximilians-Universität
zu München

vorgelegt von
HEINZ SPINDLER

München 1970

Referent: Professor Dr. O. HINTNER

Korreferent: Professor Dr. P. SCHERPF

Tag der mündlichen Prüfung: 6.7.1970

MEINEN ELTERN



I N H A L T S V E R Z E I C H N I S

	Seite
1. Abgrenzung des Themas	1
11. Finanzierungsbegriff	1
111. Finanzierung im weiteren Sinne	1
112. Finanzierung im engeren Sinne	3
113. Interne und externe Finanzierung	4
12. Entscheidungskriterien für die Gestaltung der Kapitalstruktur	6
121. Rentabilität	8
122. Steuerliche Überlegungen	9
123. Sicherheit	10
124. Liquidität	12
125. Dispositive Faktoren	14
126. Ruf und Image	15
127. Das Image als Folge der organisatorischen Trennung von Kapitaleigentum und Geschäftsführung	16
2. Das Image	26
21. Allgemeiner Begriff des Image	26
22. Begriff des Unternehmungs-Image	30
221. Das allgemeine Unternehmungs-Image	31
222. Unternehmungs-Image auf der Absatzseite	32
223. Unternehmungs-Image im Personalbereich	34
224. Unternehmungs-Image auf der Beschaf- fungsseite	35
225. Unternehmungs-Image im Finanzbereich	36
23. Public Relations Arbeit	38
231. Begriff der Öffentlichkeit	41

2311. Allgemeine Öffentlichkeit	41
2312. Spezielle Öffentlichkeit	42
232. Absichten der Public Relations Arbeit	45
2321. Herbeiführung der Interessen- identität	45
2322. Förderung von Vertrauen und Ver- ständnis	47
2323. Wahrheit und Klarheit	48
2324. Public Relations als Katalysator	49
233. Kommunikationsmittel der Public Relations	51
3. Beeinflussung des Image der Aktiengesellschaft	52
31. Kapitalerhöhung durch Baremission	52
311. Gründe der Kapitalerhöhung durch Ein- zahlung	53
3111. Kapitalerhöhung mit Kapitalbedarf	54
3112. Kapitalerhöhung ohne Kapitalbedarf	54
312. Technische Durchführung der Kapitaler- höhung durch Baremission	55
313. Bezugsrecht und Bezugskurs in ihrer objektiven Bedeutung	57
314. Wirkung auf die Interessenten der Aktiengesellschaft	62
3141. Beim Aktionär	63
31411. Vermutung guter Ertrags- aussichten	67
31412. Bezugsrecht ein "Geschenk" der Gesellschaft	70
31413. Verstärktes Vertrauen zur Unternehmensleitung	75
31414. Höhere Verkäuflichkeit der Aktie	78

3142. Erhöhtes Vertrauen der Gläubiger	79
31421. Weitblickende Unternehmungs-Politik	79
31422. Verbesserte Zukunftsaussichten	81
31423. Expansive Geschäftsbeziehungen	82
31424. Erhöhtes Garantiekapital	83
31425. Erhöhte zukünftige Gewinne	86
32. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln	87
321. Gründe der Ausgabe von Gratisaktien	89
3211. Mißverhältnis von Kapital und Vermögen	89
3212. Hohe Kurse - "schwere" Aktien	90
3213. Kleine Aktienrendite	92
322. Technische Durchführung der nominellen Kapitalerhöhung	94
323. Wirkung der Gratisaktienausgabe auf das Erscheinungsbild der Aktiengesellschaft	96
3231. Der Eindruck beim Aktionär	97
32311. "Leichte" Aktie - höhere Verkäuflichkeit	97
32312. Höhere Aktienrendite	101
32313. Dokumentation einer steigenden zukünftigen Ertragskraft	107
32314. Zusätzliches getrennt verwertbares Wertpapier	112
32315. Stärkung des Zugehörigkeitsgefühls	116
3232. Der Eindruck beim Gläubiger	120
32321. Öffentliche Dokumentation der bereits vorhandenen höheren Sicherheit	120

32322. Liquiditätsbewußte Unter- nehmensführung	124
32323. Höhere zukünftige Ertrags- kraft	125
33. Einbehaltung ausschüttungsfähiger Mittel in der Unternehmung	127
331. Definition der Dividendenpolitik	129
332. Mittel der Dividendenpolitik	130
3321. Stille Reserven	130
3322. Offene Rücklagen	132
3323. Kapitalerhöhung aus Gesellschafts- mitteln	134
3324. Kapitalerhöhung durch Baremission	136
3325. Stock-Dividende	137
333. Beeinflussung des Unternehmungs-Image als Ziel der Dividendenpolitik	139
3331. Aktionärspflege	140
33311. Eindruck eines steten Ein- kommens und einer sicheren Kapitalanlage	142
333111. Durch Dividenden- stabilität	145
333112. Durch Kursstabili- tät	156
33312. Zusätzlicher Ertrag als Stock-Dividende	160
33313. Vorbereitung eines guten Emissionsklimas	162
3332. Pflege der Gläubiger-Beziehungen	165
33321. Eindruck größerer Sicher- heit infolge besserer Er- tragskraft	165

33322. Erhöhte Kreditwürdigkeit wegen stabiler Dividende	167
34. Publikationsmedien	169
341. Interne Publikationsmittel	171
3411. Werkszeitschrift	171
3412. Jahresabschluß und Geschäfts- bericht	171
3413. Aktionärspflege	174
3414. Jahreshauptversammlung	176
3415. Betriebsbesichtigung	177
342. Externe Publikationsmittel	178
3421. Presseberichte	178
3422. Pressekonferenz	179
3423. Mitteilungen an Auskunfteien und Wertpapieranalytiker	181
3424. Rundfunk und Fernsehen	182
343. Praktisches Beispiel	183
4. Schlußbetrachtung	185
41. Zusammenfassung	185
42. Ausblick auf die Imagebeeinflussung als Finanzierungshilfe	191
Literaturverzeichnis	195

A B K Ü R Z U N G S V E R Z E I C H N I S

AktG	= Aktiengesetz
BfuPr	= Betriebswirtschaftliche Forschung und Praxis
FAZ	= Frankfurter Allgemeine Zeitung
o.H.	= ohne Angabe einer Heftnummer
SZ	= Süddeutsche Zeitung
ZfB	= Zeitschrift für Betriebswirtschaft
ZfbF	= Zeitschrift für betriebswirtschaftliche Forschung
ZfgK	= Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen
ZfhF	= Zeitschrift für handelswissenschaftliche Forschung (ab Jahrgang 1963 heißt diese Zeitschrift ZfbF)

V O R W O R T

Herrn Prof. Dr. O. Hintner danke ich für die Möglichkeit, dieses Thema zu bearbeiten, sowie für die dabei gewährte Unterstützung.

Herrn Dipl. Kfm. H. Waschkowsky bin ich für die in zahlreichen Diskussionen gegebene Kritik und seine Ratschläge zu Dank verpflichtet.

München, den 31. März 1970

1. Abgrenzung des Themas

Zweck betrieblicher Betätigung ist die Erstellung von Leistungen und deren Verwertung. Dieser Prozeß läuft in zwei Kategorien ab, einer güterwirtschaftlichen und einer finanzwirtschaftlichen. In güterwirtschaftlicher Sicht besteht der Prozeß in der Kombination der Elementarfaktoren: Arbeitsleistung, Betriebsmittel und Werkstoffe¹⁾. Die finanzwirtschaftliche Seite ist gewissermaßen das Spiegelbild dieses güterwirtschaftlichen Prozesses. Dem Güterstrom fließt der Zahlungsstrom entgegen. Aus diesem Gegeneinander der beiden Ströme ergibt sich der Zyklus Geld-Ware-Geld, der deutlich macht, daß als erste Voraussetzung betrieblicher Betätigung die Beschaffung der finanziellen Mittel gilt. Nur wenn Geld in ausreichendem Maße vorhanden ist, können die Produktionsfaktoren miteinander kombiniert werden. Geld ist also nötig für die Realisierung des Unternehmungszweckes. Eine zentrale Aufgabe der Unternehmungsleitung besteht also in der Ausstattung der Unternehmung mit finanziellen Mitteln, mit Kapital. In der Betriebswirtschaftslehre gibt es eine Fülle von Finanzierungsbegriffen. Nicht jeder Autor versteht unter Finanzierung allein die Ausstattung der Unternehmung mit finanziellen Mitteln.

11. Finanzierungsbegriff

111. Finanzierung im weiteren Sinne

So versteht die eine Gruppe unter dem Begriff der Finanzierung nicht allein die Kapitalbeschaffung sondern auch die Verwendung dieser Mittel in der Unternehmung. Denn nur

1) Vgl. Gutenberg, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, I. Band, Die Produktion, 11. Aufl., Springer-Verlag, Berlin-München 1965, S. 2 f.

wenn man den Verwendungszweck kennt, ist die Beschaffung dieser Mittel nach Qualität und Quantität möglich. Wenn auch Schmalenbach, der sich auf eine Definition des Finanzierungsbegriffs nicht festlegt, "im Rahmen der Finanzierung der Kapitalbeschaffung den Vorrang gibt", so versteht er trotzdem unter Finanzierung "nicht nur die Beschaffung des Kapitals; es müssen auch die Rückerstattung und Verlust des Kapitals sowie die sonstigen kapitalmäßigen Beziehungen zwischen der kapitalverwendenden Unternehmung und den kapitalgebenden Kapitalisten einbezogen werden"¹⁾. Kalveram schreibt: "Alle zum Zwecke des Aufbaues und Abbaues von Unternehmungen notwendigen Kapital- und Kreditoperationen und die Anpassung der dem Unternehmen zur Verfügung gestellten Kaufkraft nach Höhe und Zusammensetzung an die gesteckten Ziele sind eingeschlossen"²⁾.

Diese Gruppe von betriebswirtschaftlichen Autoren versteht daher unter dem Finanzierungsbegriff nicht nur die Beschaffung langfristiger fremder und eigener Mittel sondern auch die Aufbringung kurzfristiger Mittel. "Die Unternehmung bedarf auch der Mittel zur Rohstoffbeschaffung, zur Entlohnung der Belegschaft während einer vollen Umsatzperiode, zur Kreditgewährung an die Abnehmer usw. Die zweckmäßige Beschaffung und Verwendung dieser Umlaufmittel ist in die Betrachtung der Finanzierungsaufgaben einer Unternehmung eingeschlossen"³⁾.

Für die Bearbeitung dieses Themas ist aber dieser Finanzierungsbegriff nicht geeignet, weil er zu weit gespannt ist und damit den Rahmen dieser Arbeit sprengen würde.

-
- 1) Schmalenbach, E., Beteiligungsfinanzierung, 9. verb. Aufl., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1966, S. 9.
 - 2) Kalveram, W., Finanzierung der Unternehmung, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1953, S. 6.
 - 3) Kalveram, W., a.a.O., S. 6.

Zweifelloos hat es einen Einfluß auf das Image der Unternehmung, wenn beispielsweise an Abnehmer großzügige Zahlungsbedingungen gewährt werden können, oder wenn auf Lieferantenkredit verzichtet wird und statt dessen ausschließlich Zahlung mit Skonto erfolgt. Doch von der Betrachtung dieser Tatbestände, die vom Standpunkt des engeren Finanzierungsbegriffes Finanzdispositionen oder reine Zahlungsmodalitäten sind, soll hier im Interesse der Geschlossenheit der Arbeit abgesehen werden.

112. Finanzierung im engeren Sinne

Eine zweite Gruppe von betriebswirtschaftlichen Autoren versteht unter Finanzierung nur die Beschaffung der Kapitalmittel. "Unter Finanzierung versteht man die Vorsorge durch vertragliche Vereinbarung dafür, daß die notwendigen Kapitalien zur richtigen Zeit in Übereinstimmung mit dem Finanzierungsplan zur Verfügung stehen"¹⁾. Auch Gutenberg, kann zu dieser Gruppe von Autoren gezählt werden. Er zählt zur Finanzierung die Beschaffung sämtlicher Kapitalien; damit auch die Aufbringung von Fremdkapital. "Nach Höhe und Zusammensetzung soll dieses Kapital die bestmögliche Durchführung des Unternehmungszweckes gewährleisten. Damit ist der betriebswirtschaftliche Finanzierungsbegriff nach Inhalt und Norm umrissen. In den Bereich der Finanzierung gehören demnach sowohl die der Beschaffung von Beteiligungskapital, wie die der Versorgung der Unternehmung mit Kreditkapital dienenden Maßnahmen"²⁾.

-
- 1) Töndury, H., und Gsell, E., Finanzierungen, Verlag des Schweiz. Kaufmännischen Vereins, Zürich 1948, S. 90.
 - 2) Gutenberg, E., Finanzierung und Sanierung, in: Nicklisch, H. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 2. Aufl., Band I, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1938, Sp. 1740.

113. Interne und externe Finanzierung

Auch nach Gutenberg ist damit in den Begriff der Finanzierung noch der kurzfristige Lieferantenkredit miteinbezogen. Aber in Verbindung mit der Unterscheidung in externe und interne Finanzierung nach Hintner¹⁾, kommt man zu dem Finanzierungs begriff, von dem die Arbeit auszugehen hat und der auch im Thema anklingt. Die Unterscheidung der Finanzierungsarten erfolgt nach der Mittelherkunft. Unter externer Finanzierung versteht man die Beschaffung von Fremdkapital in kurz-, mittel- oder langfristiger Form. Daneben zählt zu dieser Finanzierungsart noch die Zuschußfinanzierung wie etwa Subventionen, Förderprämien etc.

Dieser externen Finanzierungsart steht die interne gegenüber. Sie umfaßt die Eigen-, die Selbst- und die Umfinanzierung. Im Falle der Eigenfinanzierung erhält die Unternehmung von ihren Eigentümern Mittel. Von Selbstfinanzierung spricht man, wenn der Unternehmung zusätzliche Mittel durch Thesaurierung von Gewinnen erhalten bleiben. Ferner gehört zur internen Finanzierung noch die Umfinanzierung; sie besteht in Umschichtungsvorgängen innerhalb der Unternehmung etwa durch Mittelfreisetzung durch Abschreibung für andere Zwecke²⁾.

Diese Arbeit geht von diesem Begriff der internen Finanzierung aus. Es sollen ausschließlich Finanzierungsmaßnahmen im Eigenkapitalbereich hinsichtlich ihrer Wirkung auf das Image der Unternehmung untersucht werden. Jedoch die Umschichtungsvorgänge sollen aus der Untersuchung ausgeschlossen werden, weil die

1) Vgl. Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital in betriebswirtschaftlicher Sicht, Sonderdruck aus: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Zur Finanzierungs politik der Unternehmungen, Vorträge der Düsseldorfer Tagungen vom 4. - 5.4.1963, Berlin 1963, (Zitierweise: Eigen- und Fremdkapital), S. 81.

2) Vgl. Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 81.

Wirkung der Umfinanzierung in diesem Sinne nach außen nicht so klar hervortritt wie eine andere Maßnahme im Bereich der internen Finanzierung. So vollzieht sich beispielsweise die Freisetzung von Abschreibungsbeträgen für andere Investitionszwecke ganz allmählich und für Außenstehende oft unmerklich.

Gegenstand der Betrachtung sollen also sein: Die ordentliche Kapitalerhöhung, repräsentativ für die Eigenfinanzierung, und die nominelle Kapitalerhöhung sowie die Thesaurierung ausschüttungsfähiger Mittel als Formen der Selbstfinanzierung.

Die verschiedenen Formen der Kapitalherabsetzung sollen in dieser Arbeit nicht behandelt werden, weil sie regelmäßig in Zusammenhang mit Umständen und Maßnahmen stehen, welche der Zielfunktion der Aktionäre widersprechen¹⁾. "Die Kapitalherabsetzung berührt die Interessen der Aktionäre, da sie stets eine Veränderung der Aktienrechte mit sich bringt.... . Sie kann aber auch die Interessen der Gläubiger gefährden, weil die Bindung des Gesellschaftsvermögens verringert wird"²⁾. Schon deshalb ist eine Untersuchung der Auswirkungen dieser Finanzierungsmaßnahme auf das Image der Gesellschaft unergiebig.

-
- 1) Vgl. Godin, R. und Wilhelmi, H., Aktiengesetz vom 6. Sept. 1965, 3. Aufl., bearbeitet von Wilhelmi, H. und Wilhelmi, S., Kommentar, Verlag Walter De Gruyter & Co., Berlin 1967, Band II, S. 1186 und S. 1219.
- 2) Baumbach, A. und Hueck, A., Aktiengesetz, Beck'sche Kommentare, 13. völlig neu bearb. Aufl., Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München 1968, Band 23, S. 686.

Zudem handelt es sich bei Kapitalherabsetzungen meist um eine Notmaßnahme, bei der eine eventuelle Imagebeeinflussung von der Unternehmensleitung ohnehin nicht beachtet werden könnte.

12. Entscheidungskriterien für die Gestaltung der Kapitalstruktur

Es gibt eine Vielzahl von Möglichkeiten, für die Unternehmung Geldmittel zu besorgen. Man unterscheidet juristisch nach den Rechten, die das Kapital im Unternehmen gewährt, Eigenkapital und Fremdkapital. Dazwischen gibt es Kapitalformen, bei denen eine klare Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital oft nicht möglich ist.

Die Geschäftsleitung muß um die bestmögliche Kombination bemüht sein, um den Unternehmungszweck optimal zu erfüllen, und um die Existenzsicherung, Zahlungsbereitschaft und Wirtschaftlichkeit der Unternehmung zu gewährleisten¹⁾.

Janberg vertritt damit die konventionelle Bilanzbetrachtung. Nach moderner Auffassung werden jedoch nur Bewegungsgrößen in der Kapitalbedarfsrechnung verwendet. Stützel weist darauf hin, daß eine Gesellschaft auch denkbar ist, die völlig ohne Eigenbestände auskommt und

1) Vgl. Janberg, H., Finanzierung und Finanzpolitik, in: Janberg, H., (Hrsg.), Finanzierungs-Handbuch, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964, S. 25.

dennoch funktionsfähig ist¹⁾. "Wer Gebrauchsbedarf hat, braucht - wie Mietwohnung, Betriebspacht und Leasing-System zeigen - die Sache nicht als eigen zu haben. Es genügt, anstelle der Sache einen Mietvertrag oder einen Nießbrauch zu halten"²⁾. In diesem Fall läge theoretisch überhaupt kein Kapitalbedarf vor, weil jeglichem Güterverbrauch (Geldabfluß) zum selben Zeitpunkt entsprechende Erträge (Geldzufluß) gegenüberstehen. Doch in der Praxis findet sich auch heute noch sehr weit die konventionelle Auffassung verbreitet, welche strikt in Eigen- und Fremdkapital unterteilt. So entspringen die Finanzierungsregeln, insbesondere jene für die horizontale Betrachtung der Bilanzgrößen, der konventionellen statischen Betrachtungsweise. Bei der Wahl zwischen den verschiedenen Kapitalformen, insbesondere zwischen Fremd- und Eigenkapital orientiert sich die Unternehmensleitung an bestimmten Kriterien. "Man ist allgemein der Ansicht, daß die Zweckmäßigkeit und Angemessenheit der Relationen einmal von der Zusammensetzung des Vermögens, zum anderen aber vor allem von Rentabilitäts-, Sicherheits-, Unabhängigkeits- und Elastizitätserwägungen abhängen"³⁾. Vor allem Rentabilität und Sicherheit stehen im Vordergrund der Überlegungen, wenn die Wahl zwischen Fremdkapital und Eigenkapital zu treffen ist⁴⁾.

-
- 1) Vgl. Stützel, W., Entscheidungstheoretische Elementarkategorien als Grundlage einer Begegnung von Wirtschaftswissenschaft und Rechtswissenschaft, in: Raiser, L. u.a. (Hrsg.), Das Verhältnis der Wirtschaftswissenschaft zur Rechtswissenschaft, Soziologie und Statistik, N.F. Band 33, Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1964, (Zitierweise: Entscheidungstheoretische Elementarkategorien), S. 38.
 - 2) Stützel, W., Entscheidungstheoretische Elementarkategorien, a.a.O., S. 34 f.
 - 3) Härle, D., Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1961, S. 26.
 - 4) Vgl. Sellien, H., Finanzierung und Finanzplanung, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964, 2. Aufl., S. 63; vgl. Schmaltz, K., Betriebsanalyse, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1929, S. 207; vgl. Seidel, K., Das fremde Kapital im Unternehmen, in: ZfB, 1. Jg., 1924, S. 227.

Diese Kriterien werden hier untersucht, obwohl theoretisch sich bereits die dynamische Betrachtung in Bewegungsgrößen durchgesetzt hat. Praktisch aber wird die Unternehmensleitung noch diese Regeln beachten und als Nebenbedingungen gelten lassen, um den herkömmlichen Vorstellungen der Beobachter, der präsuntiven Aktionäre oder Gläubiger, entgegenzukommen. Es sollte in diesen Kreisen das Image möglichst wirkungsvoll beeinflußt werden¹⁾.

121. Rentabilität

"Für das Eigenkapital oder die Eigentümer der Unternehmung, d.h. die Unternehmer, ist die Gliederung des Gesamtkapitals in erster Linie eine Frage der Rentabilität, innerhalb der Grenzen allerdings, die durch die finanzielle Sicherheit der Unternehmung einerseits und durch den Aufbau des Vermögens andererseits gezogen sind"²⁾. Die Aktiengesellschaft, die Gegenstand der Untersuchung ist, arbeitet nach dem erwerbswirtschaftlichen Prinzip; sie strebt also Gewinnmaximierung an. Beim Einsatz von Kapital wird die Unternehmensleitung prüfen, wie sie den Ertrag pro eingesetzte Kapitaleinheit maximieren kann - mit anderen Worten - sie versucht die Kapitalrentabilität zu maximieren. Bei der Wahl zwischen Eigen- und Fremdkapital wird man von der Gesamtkapitalrentabilität ausgehen müssen. Liegt diese höher als die Zinsen und Kosten, welche für die Beschaffung und den Einsatz von Fremdkapital aufgebracht werden müssen, so wird man im Falle eines zusätzlichen Kapitalbedarfs Fremdkapital einsetzen, um dadurch die Rendite des Eigenkapitals zu erhöhen. "Die Rentabilität des Eigenkapitals kann also durch Einsatz billigen Fremdkapitals erheblich

1) Vgl. Gutenberg, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, 3. Band, Die Finanzen, 2. Aufl., Springer-Verlag, Berlin usw. 1969, S. 282.

2) Schmaltz, K., a.a.O., S. 207.

vergrößert werden"¹⁾. "Hohe Eigenkapital-Rentabilität kann überhaupt nur durch einen hohen Fremdkapitalanteil erzielt werden"²⁾.

Im Falle der Aktiengesellschaft kommt noch eine weitere Überlegung hinzu: Die Vorstandschaft wird die jährlichen Dividendenzahlungen "als Aufwand, als Kapitalkosten betrachten; denn es handelt sich um Beträge, die endgültig aus der Unternehmung abfließen". "Die Unternehmungsleitung wird dann der Fremdfinanzierung den Vorzug geben, wenn das Fremdkapital niedrigere Gesamtkosten verursacht, als die Inanspruchnahme von Eigenkapital und die hierfür erforderlichen Dividendenausschüttungen ausmachen würden"³⁾.

122. Steuerliche Überlegungen

Eng mit dieser Frage der Rentabilität ist das steuerliche Kriterium verbunden. Der alternative Einsatz von Fremd- und Eigenkapital bewirkt oft eine erhebliche voneinander abweichende steuerliche Belastung der Unternehmung. Man unterscheidet einmalige Steuern, wie etwa die Kapitalverkehrssteuer, und laufende Steuerbelastungen, bei denen vor allem an die Ertragssteuern aber auch an die Vermögenssteuer zu denken ist.

Betrachtet man die Ertragssteuerbelastung etwas näher, so wird klar, wie entscheidend steuerliche Überlegungen die

1) Hax, K., Langfristige Finanz- und Investitionsentscheidungen, in: Hax, K. und Wessels, T. (Hrsg.), Handbuch der Wirtschaftswissenschaften, Band I, Köln und Opladen 1966, S. 419.

2) Mellerowicz, K., Die Problematik der Industriefinanzierung, in: ZfgK, Jg. 1958, H. 4, S. 121.

3) Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 93.

Wahl zwischen Eigen- und Fremdkapital beeinflussen können. "Fremdkapitalzinsen sind als Betriebsausgaben einkommen- und körperschaftsteuerlich abziehbar"¹⁾. Die Verzinsung des investierten Eigenkapitals unterliegt dem gegenüber der Einkommen- oder Körperschaftsteuer²⁾. "Die Dividende trägt als Gewinnverwendung eine hohe steuerliche Belastung, während Fremdkapitalzinsen als Aufwand steuerlich abziehbar sind"³⁾.

Im Rahmen dieser Arbeit soll nicht näher auf diese steuerlichen Fragen eingegangen werden, wenn es auch noch eine ganze Reihe anderer Unterschiede in der fiskalischen Belastung zwischen Eigen- und Fremdkapital gibt. Es soll hier nur zum Ausdruck kommen, daß das Entscheidungskriterium der steuerlichen Überlegungen bei der Gestaltung der Kapitalstruktur von maßgeblicher Bedeutung sein kann.

123. Sicherheit

Jedoch dürfen die wirtschaftlichen und steuerlichen Kriterien allein nicht die Kapitalstruktur bestimmen. Erste Aufgabe der Unternehmensleitung ist, die Unternehmung so zu finanzieren, daß sie ihren Unternehmenszweck erfüllen kann. Die ein- und ausgehenden Zahlungsströme müssen so aufeinander abgestellt werden, daß die Unternehmung nicht in Zahlungsschwierigkeiten gerät. Dabei müssen auch die mehr oder minder großen Risiken berücksichtigt werden, mit denen die Tätigkeit der Unternehmung verbunden ist. Nach neuester Auffassung liegt also die Sicherheit der Gesellschaft in der erfolgreichen Beachtung dieser Bewegungsgrößen.

-
- 1) Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 87.
 - 2) Vgl. ebd., S. 87.
 - 3) Mellerowicz, K., Die Problematik der Industriefinanzierung, a.a.O., S. 121.

In Stützel's Beispiel von einer reinen Betriebsgesellschaft, die theoretisch ganz ohne Eigenkapital auskommt¹⁾, wird klar, daß dennoch gewisse Vermögensrisiken bestehen, die jedoch auch getragen werden können, ohne daß die Gesellschaft eigenen Kapitals bedürfte. "Und alle diese Bestände an nicht bilanzierten Verträgen können je nach den Vereinbarungen ähnliche Vermögensrisiken, Preisänderungsrisiken und Risiken des Auftretens von Leerkosten im weitesten Sinne involvieren, wie wenn das Unternehmen die Sachen, Forderungen und Kassenbestände als eigene hielte und in der Bilanz auswiese"²⁾.

Man findet in der Praxis aber auch oft die herkömmliche Auffassung, daß für die Abdeckung der Unternehmensrisiken allein das Eigenkapital geeignet sei. Eine Beeinträchtigung der vorgeschriebenen Bedienung des Fremdkapitals - ob hinsichtlich der Zinszahlungen oder hinsichtlich der Rückzahlung - muß zwangsläufig zur Existenzgefährdung der Unternehmung selbst führen. "Deshalb wird das Eigenkapital oft auch als Garantiekapital bezeichnet und erfüllt eine doppelte Funktion - die Gewährleistung der Sicherheit für den Betrieb und die Gläubiger"³⁾. Daher muß die Kapitalstruktur, die nach dem Kriterium der Sicherheit gestaltet wird, so beschaffen sein, daß das Unternehmen die auftretenden Risiken zu tragen vermag⁴⁾. Die Gestaltung des Verhältnisses Fremdkapital zu Eigenkapital setzt also die Kenntnis der Unternehmungsrisiken voraus. "Nur an der Höhe der bestehenden Risiken kann sich das Eigenkapital im Hinblick auf das Sicherheitsstreben der Unternehmung orientieren"⁵⁾. "Die Forderung

1) Vgl. S. 6.

2) Stützel, W., Entscheidungstheoretische Elementarkategorien, a.a.O., S. 38.

3) Janberg, H., a.a.O., S. 38.

4) Vgl. Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 91.

5) Ebd., S. 91.

nach Sicherheit für Betrieb und Kapitalgeber verlangt, daß besonders risikobelastete Investitionen grundsätzlich mit Eigenkapital finanziert werden. Daneben ist entsprechend den Gegebenheiten der Branche und des Marktes eine bestimmte Eigenkapitalbasis zum Auffangen von Verlusten erforderlich"¹⁾. Viel stellt den Grundsatz auf, "je risikobehafteter eine Unternehmung sei, desto mehr müsse die Finanzierung mit Eigenkapital erfolgen"²⁾.

124. Liquidität

Das Kriterium der Sicherheit erfordert aber nicht nur ein den Umständen der Unternehmung und deren Risiken entsprechendes Verhältnis von Eigen- und Fremdkapital sondern verlangt auch eine Kapitalstruktur, bei der die Fristigkeit der einzelnen investierten Kapitalien abgestimmt ist auf deren zeitliche Bindung in den verschiedenen Vermögenswerten. Damit verlassen wir die vertikale Betrachtungsweise, bei der nur das Verhältnis der einzelnen Kapitalformen zueinander von Interesse ist, und gehen über zur horizontalen Betrachtung. Diese stellt

1) Mellerowicz, K., Die Problematik der Industriefinanzierung, a.a.O., S. 121.

2) Viel, J., Betriebs- u. Unternehmungsanalyse, 2. Aufl., Verlag des schweizerischen Kaufm. Vereins, Zürich 1958, S. 276; vgl. Zentner, G., Das Liquiditätsproblem in der industriellen Unternehmung, Industrie-Verlag Spaeth & Linde, Berlin-Wien 1932, S. 164; vgl. Schröder, W., Bilanzvergleich mittels Bewegungsbilanz u. Kennziffern, Hanseatische Verlagsanstalt, Hamburg 1942, S. 54; vgl. Kolbe, K., Der Finanzbedarf, 2. durchges. Aufl., Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer GmbH., Düsseldorf 1959, S. 100; vgl. Schnettler, A., Betriebsanalyse, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1960, S. 241 f.

Vermögensseite und Kapitaleseite der Bilanz gegenüber. Bei der horizontalen Betrachtung wird die Frage aufgeworfen, ob die Vermögens- und die Kapitalstruktur im Hinblick auf die Fristigkeit einander entsprechen. Damit ist die Frage der Liquidität angeschnitten. "Eine fristgemäße Abstimmung von Kapitalverwendung und Kapitalbeschaffung"¹⁾ soll dazu beitragen, daß die Unternehmung all ihren Zahlungsverpflichtungen nachkommt. So schreibt Mellerowicz: "Die finanzwirtschaftliche Entsprechung von Kapitalverwendung und Kapitalbeschaffung dient der Herstellung einer strukturellen Liquidität, der Gewährleistung der Zahlungsfähigkeit auf lange Sicht"²⁾. Auch hier wird die konventionelle statische Betrachtungsweise spürbar, bei der bestimmte Größen der Aktivseite bestimmten Größen der Passivseite zugeordnet werden. Dies aber ist nach modernen Erkenntnissen nicht möglich. "...es erscheint fraglich, ob es betriebswirtschaftlich überhaupt sinnvoll und vertretbar ist, den Gedanken der Koppelung bestimmter Kapitalquellen an bestimmte Kapitalverwendungen aufrechtzuerhalten"³⁾. Man findet daher oft Liquidität ganz allgemein definiert als den Sachverhalt, daß das Unternehmen "innerhalb einer bestimmten Periode in der Lage war oder in der Lage sein wird, alle eingegangenen Verpflichtungen vertragsgerecht zu erfüllen"⁴⁾. Stützel führt auch den Begriff der "integralen Liquiditätsbeurteilung" ein⁵⁾. Sein Liquiditätsbegriff untersucht nicht Bestände an Vermögen und Kapital, sondern nur Bewegungsgrößen. "Die Abgrenzung kann nicht an der Höhe der Kassenbestände ansetzen, sondern lediglich an Erfüllung oder Nichterfüllung von Zahlungsplänen und Zahlungsversprechen"⁶⁾.

1) Janberg, H., a.a.O., S. 49.

2) Mellerowicz, K., Die Problematik der Industriefinanzierung, a.a.O., S. 121.

3) Gutenberg, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band III, Die Finanzen, S. 285.

4) Stützel, W. Liquidität, in: Beckerath, E., u.a. (Hrsg.), Handbuch der Sozialwissenschaften, 6. Band, Stuttgart 1959, S. 624.

5) Ebd., S. 628.

6) Ebd., S. 625.

Deshalb haben auch gewisse auf Bestandsgrößen basierende Finanzierungsregeln, die man entwickelte, um die Finanzsituation der Unternehmung zu beschreiben, für die Praxis meist nicht die Aussagekraft, die man ihnen theoretisch gerne zuspricht¹⁾. Wichtig ist für den Unternehmer, daß er die Ströme der Zahlungseingänge den Strömen der Zahlungsausgänge anpaßt. Diesen Ausgleich herbeizuführen, ist die Aufgabe der unternehmerischen Finanzierungsentscheidungen, die unter dem Aspekt der Liquidität getroffen werden.

125. Dispositive Faktoren

Neben diesen Entscheidungskriterien der Rentabilität, der steuerlichen Belastung, der Sicherheit und der Liquidität gibt es auch noch Kriterien für die Wahl zwischen Eigen- und Fremdkapital, die Hintner als dispositive Faktoren bezeichnet. Im Falle der Eigenfinanzierung bei zusätzlichem Kapitalbedarf besteht die Gefahr, sofern die Mittel nicht durch Gewinnthesaurierung aufgebracht werden können, daß neue Aktionärsgruppen auftauchen. Im Falle der Fremdfinanzierung ist diese Gefahr der Überfremdung nicht so groß; dafür besteht besonders beim kurzfristigen Kredit immer das Risiko der überraschenden Kündigung der Kredite²⁾. "Häufig wird man die Gefahr der Einmischung des Kreditgebers gegen das Risiko der Überfremdung bei der Verbreiterung der Eigenkapitalbasis abwägen müssen, sofern eben die eigene Kapitalkraft für die Aufbringung von Eigenkapital nicht mehr ausreicht"³⁾. Schmalenbach umschreibt dieses Problem der Abwägung folgendermaßen: "Die Frage 'Obligation oder Aktien', 'Hypothesen oder Teilhaber', ist nicht nur

1) Vgl. Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 91 f. und S. 95 f.

2) Vgl. ebd., S. 89 f.

3) Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 90.

und meist nicht zuerst Kalkulationsfrage; sie ist auch Sache von Temperament und Glauben. Der Reizvorgang, der die Entscheidung bringt, geht von Zentren aus, die tiefer liegen als die Erreger des Kalküls"¹⁾.

126. Ruf und Image

In den Rahmen dieses dispositiven Faktors gehört auch das Bestreben der Unternehmungsleitung, durch die Gestaltung der Kapitalstruktur positiv auf das Ansehen und das Image der Unternehmung einzuwirken. Jede Unternehmung ist versucht, durch ihre Regungen beim Beobachter ein günstiges Erscheinungsbild ihrer selbst zu entwickeln. Dies gilt für alle Unternehmensbereiche. Sandig glaubt, daß die Unternehmung die Anerkennung Dritter in allen Bereichen anstrebt, so auch im Finanzbereich²⁾. Härle spricht in diesem Zusammenhang vom "Prinzip der optimalen akquisitorischen Wirkung des Finanzierungsbildes"³⁾. "Mit ihrem Ruf gewinnt die Unternehmung die Fundierung ihrer Stellung im Marktgeschehen"⁴⁾.

Die Entstehung des Image setzt daneben noch das Vorhandensein bestimmter Vorstellungen über das Finanzierungsbild bzw. die Kapitalstruktur seitens der Beobachter voraus. Mit einem positiven Image bei diesen Beobachtern sichert sich die Gesellschaft die Mitarbeit und Gefolgschaft dieser Personenkreise in entscheidenden Augenblicken.

1) Schmalenbach, E., Die Beteiligungsfinanzierung, a.a.O., S. 21.

2) Vgl. Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, 2. völlig neubearb. Aufl., Poeschel-Verlag, Stuttgart 1966, S. 272.

3) Härle, D., a.a.O., S. 62.

4) Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, a.a.O., S. 272.

So sieht Härle in der Wirkung des Finanzierungsbildes nach außen hin ein Kriterium für dessen Gestaltung. "Unternehmungen, die mit ihren Jahresabschlüssen an die Öffentlichkeit treten, haben im Interesse ihres Ansehens, das ein wesentliches Moment für die künftige Geschäftsentwicklung sein kann, auf eine möglichst gute optische Wirkung ihres Bilanzbildes und damit auch der zutage tretenden Finanzstruktur zu achten"¹⁾. Es geht um die Frage: Welche Kapitalform zieht die Geschäftsleitung vor, welche Finanzierungsform wird gewählt, um das Erscheinungsbild, das sich Aussenstehende von der Unternehmung machen, im Sinne der Geschäftsleitung zu beeinflussen.

Um aber ein solches weiteres Entscheidungskriterium für die Kapitalstruktur behaupten zu können, muß erst geprüft werden, ob es möglich ist, durch die Wahl der Finanzierungsform und die Gestaltung der Kapitalstruktur das Image der Unternehmung zu beeinflussen.

127. Das Image als Folge der organisatorischen Trennung von Kapitaleigentum und Geschäftsführung

Zunächst aber soll versucht werden, auf die Frage eine Antwort zu finden, warum die Gesellschaften überhaupt auf das Image, welches sie genießen, einzuwirken versuchen.

Mit fortschreitender Streuung der Anteile der großen Aktiengesellschaften, fallen die Funktionen von Eigentum

1) Härle, O., a.a.O., S. 62.

und Verwaltung mehr und mehr auseinander¹⁾. So setzt sich das Kapital der Publikumsgesellschaften "aus einer Vielzahl von Einzelinvestitionen zusammen"²⁾. "Die Aktionäre schließen sich zusammen, um mittels ihrer Geldeinlagen gemeinsam Gewinn zu erzielen"³⁾. Doch mit der Geschäftsführung können wegen der oft hohen Zahl von Einzelsubjekten nicht die Aktionäre beauftragt werden; sondern diese muß einem eigens dazu bestellten Organ, der Verwaltung, übertragen werden. "Tausende von Aktionären können keine Gesellschaft führen. Sie bedürfen einer mit weitreichenden Befugnissen ausgestatteten Verwaltung"⁴⁾. Aus diesem Grunde kann auch den Aktionären nicht ein juristisches Eigentum an der Gesellschaft im Sinne einer Verfügungsgewalt über die Wirtschaftsgüter zustehen. Vielmehr findet das Eigentum der Aktionäre "seine Ausprägung in Form von Rechten, die an die den Aktionären zu Eigentum gehörenden Aktien geknüpft sind"⁵⁾. "Es darf jedoch nicht übersehen werden, daß die Beteiligung am Gesellschaftsvermögen den umfassenden Begriff Eigentum niemals auszufüllen vermag. Eigentümerin des Gesellschaftsvermögens ist die Aktiengesellschaft als juristische Person; ihr allein stehen die Eigentümerrechte und die aus Eigentumsverletzung ent-

-
- 1) Vgl. Berle, A. and Means, G., The Modern Corporation and Private Property, The Mac Millan Company, New York 1950, S. 69 ff.
 - 2) Vogel, E., Public Relations, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1952, S. 87.
 - 3) Würdinger, H., Aktien- u. Konzernrecht, 2. Neubearb. Aufl., C.F. Müller, Karlsruhe 1966, S. 48.
 - 4) Kutzenberger, G., Mitbestimmung der Aktionäre, Duncker und Humblot, Berlin 1964, S. 33; vgl. Schultz, D., Der Rechtsbegriff der Genossenschaft und die Methode seiner richtigen Bestimmung, entwickelt am Problem der Produktivgenossenschaft, Düsseldorf: Triltsch 1958, Veröffentlichung des Instituts für Genossenschaftswesen an der Philipp-Universität, Marburg/Lahn, S. 57; vgl. Flume, W., Grundlagen der Aktienrechtsreform, Verlag Handelsblatt GmbH., Düsseldorf 1960, S. 10.
 - 5) Kutzenberger, G., a.a.O., S. 30.

springenden Ansprüche zu"¹⁾). Die Unternehmung führt ein Eigenleben, unabhängig von ihren Eigentümern; und sie legt ein "eigennütziges" und "nach der Leitmaxime des eigenen Vorteils ausgerichtetes Verhalten" an den Tag²⁾. "Die Publikumsgesellschaften selbst sind primär, die Beteiligung dagegen Reflexgröße und sekundär"³⁾. Eine solche hinsichtlich der Geschäftsführung von Weisungen der Miteigentümer freie Unternehmung bringt Divergenzen zwischen Unternehmungsleitung und Aktionären mit sich.

Das Interesse der Aktionäre gilt der Erzielung von Gewinn aus ihrem Investment, sowie der Werterhaltung und dem Wertzuwachs dieses Investments. "The 'outside' or noncontrolling stockholders of any company can reap benefits from their investment in only two ways - through dividends and through an increase in the market value of their shares"⁴⁾. Beide Motive, das Streben nach maximaler Dividende und das Sparermotiv, zählt Dülfer zu den Erwerbsinteressen der Kapitalgeber⁵⁾. Das Interesse an einer Mitgestaltung und Mitbestimmung an der Geschäftsführung tritt mit wachsender Eigentumsstreuung mehr und mehr zurück⁶⁾. "Insbesondere die Kleinaktionäre sind daran interessiert, daß sich nicht nur der Substanzwert

1) Würdinger, H., Aktien- und Konzernrecht, a.a.O., S. 5; vgl. Schaeffer, F., in: Der Regierungsentwurf zur Aktienrechtsreform im Bundestag, in: Die Aktiengesellschaft, 6. Jg., 1961, H. 1, S. 2.

2) Vgl. Schultz, D., a.a.O., S. 65.

3) Wiethölter, R., Die Publizitätsinteressen der Anteilseigner, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch - Vorträge und Diskussionen der gleichnamigen Tagung in Königstein/Ts. am 13./14.4.1962, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1962, S. 40, (Zitierweise: Das Frankfurter Publizitätsgespräch).

4) Graham, B., Dodd, D., Cottle, S., Security Analysis - Principles and Technique, Mc Graw Hill Book Company Inc., New York usw. 1962, S. 480.

5) Vgl. Dülfer, E., Die Aktienunternehmung, Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen 1962, S. 83-88.

6) Vgl. Berle, A. and Means, G., a.a.O., S. 69 ff.

ihrer Aktie mehrt, sondern, daß sie auch einen größeren Teil des Gewinns in bar in die Hand bekommen"¹⁾).

Auch bei den Unternehmensleitungen unterscheidet Dülfer mehrere Motivvariationen²⁾. So sind die partnerbezogenen Interessen parallel zu den Gesellschafterinteressen, z.B. auf eine maximale Gewinnausschüttung ausgerichtet. Diesem partnerbezogenen Interesse der Unternehmensleitung liegt die Idee zugrunde: "Für ein bestimmtes betriebliches Projekt der Kapitalgeber wird ein Organisator gesucht"³⁾.

Doch dem Grundgedanken der Aktiengesellschaft, "verstreutes Kapital zu einer produktiven Einheit zusammenzufügen"⁴⁾ entspricht viel eher die leistungsbezogene Motivvariation der Unternehmensleitung. Dülfer versteht darunter die Wahrnehmung der typisch unternehmerischen Funktion, wie etwa den Aufbau "neuer Produktionen", aber auch "die Einführung neuer wirtschaftlicher Methoden"⁵⁾. Diese Funktion, die dem geschäftsführenden Organ, der Unternehmensleitung, zufällt, schließt immer die Sorge um die Erhaltung der Unternehmung und ihre Festigung am Markt mit ein. Eine Mitwirkung der Gesellschaftergesamtheit bei dieser Funktion würde eine erhöhte Schwerfälligkeit des Willensbildungsprozesses der Gesellschaft bedingen⁶⁾.

1) Früh, E., Einflüsse auf den Marktwert der Wertpapiere, in: Wertpapiertaschenbuch, Th. Gabler Verlag, Wiesbaden 1964, S. 185.

2) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 96-98.

3) Ebd. S. 98.

4) Ebd. S. 96.

5) Dülfer, E., a.a.O., S. 96.

6) Vgl. Schultz, D., a.a.O., S. 57.

"In either Case, the usual stockholder has little power over the affairs of the enterprise and his vote, if he has one, is rarely capable of being used as an instrument of democratic control. The separation of ownership and control has become virtually complete"¹⁾.

Dülfer weist nach, daß die Erhaltung der Unternehmung auf längere Sicht ein ständiges Anwachsen des Anlagevermögens erforderlich macht²⁾. Soll die Vorstandschaft ihre Funktion erfolgreich ausüben, so muß sie die Möglichkeit haben, solche notwendig gewordenen Neuinvestitionen zu finanzieren. Umgekehrt verlangen die Kapitaleigner von der Unternehmungsleitung das Betreiben der Unternehmung mit dem bereitgestellten Kapital³⁾. Hier spürt man das Auseinanderklaffen des Grundgedankens des Gesetzgebers, welcher der letzteren Auffassung der Kapitalgeber nahesteht, und der Grundidee der Aktiengesellschaft, welche darin besteht, daß "eine Betriebsidee ihre Finanzierung sucht"⁴⁾.

Diese Konkurrenz der Grundkonzeptionen wird klar bei der Frage nach der Zuständigkeit hinsichtlich der Gewinnverwendung. Wo liegt die Grenze zwischen Geschäftsführung und Kapitallenkung? Wann gehört eine Gewinneinbehaltungsentscheidung noch zur Funktion der Geschäftsführung und damit in die Kompetenz der Unternehmungsleitung und wann ist es eine Entscheidung, welche das Investment der Kapitalgeber soweit erhöht, daß sie nur diesen vorbehalten bleiben kann?

1) Berle, A. and Means, G., a.a.O., S. 89.

2) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 171.

3) Vgl. ebd., S. 171.

4) Dülfer, E., a.a.O., S. 98.

Es wird hinsichtlich der Gewinnverwendung eine Interessenkollision zwischen Verwaltung und Aktionärschaft deutlich. Dieser Gegensatz ergibt sich aus der aktienrechtlichen Trennung von Kapital und Geschäftsführung.

Organisatorisch wird bei den Aktiengesellschaften diesem Interessengegensatz dadurch Rechnung getragen, daß das Organ der Aktionäre, die Hauptversammlung, über die Gewinnverwendung zu entscheiden hat. Diese im Aktiengesetz verankerten Befugnisse der Aktionäre sollen dem Management eine Grenze setzen im Streben nach allzu umfangreicher und autonomer Selbstfinanzierung. Denn Gewinneinbehaltung ist ein zusätzliches Investment des Anlegers, das dieser u.U. gar nicht wünscht¹⁾. Auch Gross bringt diese Forderung nach Aktionärsmitbestimmung bei der Gewinnverwendung zum Ausdruck: "Der Aktionär wird nicht entscheiden können, wie das Unternehmen zu führen ist, aber er bedarf wieder der Gelegenheit zur Entscheidung darüber, ob er weiteres Geld in die Firma stecken soll"²⁾. Diese Entscheidungsbefugnis der Hauptversammlung trägt damit zwar dem Interessenkonflikt zwischen Unternehmensleitung und Anteilseigner Rechnung, bewirkt aber noch keinen völligen Interessenausgleich. Denn die Feststellung des Jahresabschlusses obliegt den Verwaltungsorganen. Wenn diese Aufgabe auch allgemein der Funktion der Geschäftsführung zugedacht wird, so müßte man nach Wilhelmi doch alles tun, um "den Aktionär zu aktivieren und ihm die Kontrollfunktionen

-
- 1) Vgl. Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs zugleich ein Beitrag zum Problem der Selbstfinanzierung, in: Der Betrieb, 11. Jg., 1958, H. 29/30, S. 827, (Zitierweise: Zum Dividendenrecht des Aktionärs).
- 2) Gross, H., Manager von Morgen, 3. Aufl., Droste-Verlag, Düsseldorf 1950, S. 183.

zu geben, die ihm als Eigentümer zustehen" ¹⁾).

Daher sollten von den Gesellschaften Maßnahmen ergriffen werden, die über die im Gesetz vorgesehenen organisatorischen Mittel des Interessenausgleichs hinausgreifen. Die Verwaltung der Aktiengesellschaft sollte versuchen, durch ihr Verhalten und durch ihre Politik zu beweisen, daß die Interessenbereiche von Verwaltung und Kapitaleigentümer gar nicht so konträr sind, wie sie prima facie scheinen. "Die moderne Meinungs- und Beziehungspflege scheint uns zur 'Herbeiführung eines Kontaktes und einer grundsätzlichen Übereinstimmung zwischen Aktionär und Verwaltung' ²⁾ geeignet" ³⁾. Durch eine solche Politik kann ein Vertrauensverhältnis zwischen beiden Seiten aufgebaut werden.

Ein wichtiges Medium für dieses Vertrauensverhältnis stellt die Publizität der Gesellschaft dar. "Das Instrument hierfür ist - wenn auch nicht ausschließlich - eine entsprechend gehandhabte Publizität" ⁴⁾. Zwar hat das neue Aktiengesetz gegenüber dem von 1937 wesentliche Verbesserungen in dieser Hinsicht gebracht. Aber für die Zwecke eines dauernden und direkten Kontaktes zur Erstellung eines Vertrauensverhältnisses reicht diese gesetzliche Publizität immer noch bei weitem nicht aus. "Hinter der Nachfrage nach Kapitalanteilen steht der Käufer, der als Mensch mit diesem Kauf ein bestimmtes menschliches Interesse und Wollen verbindet" ⁵⁾.

1) Wilhelmi, H., in: Die Aktienrechtsreform erneut vorm Bundestag, in: Die Aktiengesellschaft, 7. Jg., 1962, H. 3, S. 62.

2) Linhardt, H., Zur Reform des Aktienrechts, in: Die Aussprache, 1958, H. 10, S. 332.

3) Kutzenberger, G., a.a.O., S. 182.

4) Ebd., S. 177.

5) Vogel, E., a.a.O., S. 87.

Wenn es der Verwaltung gelingt, diese Interessen mit den ihrigen zur Deckung zu bringen und zu identifizieren, dann entsteht daraus ein Vertrauensverhältnis. "Auf die Dauer werden die breiten Bevölkerungsschichten die auf dem Privateigentum beruhende Wirtschaftsordnung nur dann vorbehaltlos bejahen, wenn jeder einzelne ... gefühlsmäßig oder kraft seines Verstandes davon überzeugt ist, daß die Interessen der Unternehmen seinen eigenen persönlichen Interessen nicht zuwiderlaufen, sondern daß die beiden Interessenkreise möglichst übereinstimmen"¹⁾. "Alle Anliegen der Gesellschaft an ihre Aktionäre können in Bezug auf ihre erfolgreiche Verwirklichung nicht unwesentlich davon beeinflusst werden, ob die Geschäftsleitung in der Vergangenheit ein solches Gefühl der bedingten Identifikation bei einem größeren Teil der Anteilseigner entwickeln konnte oder nicht"²⁾.

Eine solche Übereinstimmung der Interessen aber ist wichtige Voraussetzung für das Entstehen eines Image. Dieses ist eine Funktion aus physischer Wahrnehmung und persönlicher Erlebniswelt. Wenn die Wahrnehmungen den Wunschvorstellungen der Beobachter entsprechen, so entsteht daraus ein positives und günstiges Image³⁾. Gelingt es der Unternehmensleitung, durch ihr Verhalten ein positives Image zu erstellen, dann wird sie sich der Gefolgschaft und der Mitarbeit der Aktionäre sicher fühlen können⁴⁾.

Es ist also nötig, die vorhandenen organisatorischen

-
- 1) Kruk, M., Bilanzen - kein Betriebsgeheimnis, Vorschläge für eine erweiterte Publizität der Unternehmung, in: FAZ Nr. 42, 19.2.1955, S. 5.
 - 2) Hartmann, H., Die große Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations, Diss. München, Duncker & Humblot, Berlin 1968, S. 120.
 - 3) Vgl. S. 25 ff.
 - 4) Vgl. Kutzenberger, G., a.a.O., S. 178.

Mittel, wie die Tätigkeit der Hauptversammlung oder die allgemeine Publizität zu aktivieren, um ein positives Image aufbauen zu können. Kutzenberger schlägt daneben noch weitere organisatorische Mittel vor, wie etwa die Errichtung von Aktionärsghremien, um die Interessenidentität zwischen Verwaltung und Kapitaleigner zu fördern¹⁾. "A management which really acts in the stockholders' interest, but fails to cultivate a feeling of mutuality misses an opportunity"²⁾. Diese organisatorischen Möglichkeiten stellen die Basis oder einen fruchtbaren Boden dar, auf dem das Image der Gesellschaft entstehen kann.

"Wie sehr gerade heute ein verständnis- und vertrauensvolles Zusammenwirken zwischen den Gesellschaftsverwaltungen und ihren Aktionären von nöten ist, das ergibt sich schon aus der Tatsache eines sich stetig erweiternden Kreises von Aktionären"³⁾. "Der Manager wird ebensowenig gegen oder ohne den Aktionär arbeiten können, wie gegen oder ohne den Arbeiter"⁴⁾. Um zu einer gedeihlichen Zusammenarbeit zu kommen, versuchen daher die Unternehmungsleitungen ein Vertrauensverhältnis mit den Aktionären herzustellen. Mittels Publizität und imagebewußter Unternehmungspolitik sollen die Interessenbereiche beider Organe aufeinander abgestimmt werden; dadurch soll ein positives Image entstehen. Nur so können sich die Verwaltungen der Gefolgschaft und der

1) Vgl. Kutzenberger, G., a.a.O., S. 177; vgl. Deutsches Kuratorium für soziale Eigentumsbildung, Vorschlag zur Bildung eines Aktionärsausschusses bei der Volkswagen AG., in: Beilage zu: Der Volkswirt, Jg. 1961, 2. Quartal, H. 22.

2) Hunt, P., A Program for Stockholder Relations, in: Harvard Business Review, 30. Jg., Boston, Sept./Okt. 1952, H. 5, S. 104.

3) Kutzenberger, G., a.a.O., S. 176.

4) Gross, H., Manager von Morgen, a.a.O., S. 178.

Mitarbeit ihrer Aktionäre sicher sein. Ein Image aber kann nur aufgebaut werden, wenn Verwaltung und Aktionäre in ständigem Kontakt stehen und wenn die Aktionäre selbst an den Belangen und Problemen der Gesellschaft mitdenken und mitarbeiten¹⁾).

Die Erstellung eines Image mit dem Ziel einer intensiven und dauerhaften Vertrauensbasis wird erforderlich, weil durch die im Aktienrecht verankerte organisatorische Trennung von Kapital und Geschäftsführung die Gesellschaften auf eine gedeihliche Zusammenarbeit beider Organe angewiesen sind. Eine erfolgreiche und sinnvolle Zusammenarbeit muß die Unternehmungsleitung aber nicht nur mit den Eigentümern der Gesellschaft erstreben, sondern ebenso mit allen anderen Partnern. "Es geht um die Leistungsfähigkeit der Unternehmung und deren Anerkennung durch Dritte, um den Ruf als Arbeitsstätte, als Finanzeinheit, als Beschaffer und als Absetzer, kurz, um die Gesamtheit der zwischenmenschlichen Beziehungen, in denen der Betrieb steht"²⁾).

Hier soll nur der Betrieb als Finanzeinheit untersucht werden; deshalb wird diese Arbeit auch auf das Image beim Personenkreis der Fremdkapitalgeber eingehen - diese Kreise interessieren sich wie die Aktionäre für die Finanzsphäre der Gesellschaft - . Auch bezüglich dieser Beobachtergruppe gilt es, ein positives Image zu erstellen. Die Maßnahmen und Lebensäußerungen der Unternehmung sollen ebenso bei den Gläubigern den Eindruck entstehen lassen, daß sie mit ihren Interessen konform gehen. Gelingt auch gegenüber den Gläubigern die Her-

1) Vgl. Deutsches Kuratorium für soziale Eigentumsbildung, a.a.O.,

2) Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, a.a.O., S. 274.

stellung der Interessenidentität, so werden diese Partner bereitwillig und vertrauensvoll mit der Gesellschaft zusammenarbeiten¹⁾.

Somit wird klar, daß die Erstellung und Pflege eines Image bei den Kapitaleignern der Gesellschaft eine wichtige Aufgabe der Unternehmensleitung ist. Aber auch im Hinblick auf die Zusammenarbeit mit anderen Partnern wird die Imagepflege zum wichtigen Instrument der Unternehmensführung. Das Image ist "die Verankerung der Unternehmung in der breiten Öffentlichkeit"²⁾. Diese Zusammenarbeit der Gesellschaft mit all ihren Partnern setzt eine "Anerkennung ihrer Leistungsfähigkeit"³⁾ durch sie voraus - mit anderen Worten - die Unternehmung braucht das Vertrauen ihrer Partner.

2. Das Image

21. Allgemeiner Begriff des Image

Das Wort hat seinen Ursprung in dem lateinischen "imago", das Bildnis. Es kam zu uns aus dem englischen Sprachbereich und man findet es oft unverändert ins Deutsche übernommen⁴⁾, oder auch übersetzt mit dem Wort "Leitbild"⁵⁾, oder mit dem Ausdruck "Vorstellungsbild"⁶⁾. Damit wird

1) Vgl. Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, a.a.O., S. 274.

2) Ebd., S. 273 f.

3) Ebd., S. 274.

4) Vgl. Kleining, G., Zum gegenwärtigen Stand der Imageforschung, in: Zeitschrift für Psychologie und Praxis, 3. Jg., 1959, H. 4, S. 198 ff.

5) Vgl. Boulding, K., The Image, deutsche Übersetzung von Gross, H., "Die neuen Leitbilder", Econ-Verlag, Düsseldorf 1958.

6) Vgl. Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, a.a.O., S. 273.

zwar klar, daß es sich bei dem Begriff Image, das ein Gegenstand, eine Idee, ebenso wie eine Person oder eine Personengruppe bei einem Außenstehenden genießt, um ein Bild handelt.

Aber dieses Bild ist nicht allein gewonnen aus rein physischen Wahrnehmungen und der realistischen Widergabe der bloßen Tatsachen, sondern essielen dabei auch noch psychische Inhalte eine Rolle. So ist für das Entstehen des Leitbildes die Persönlichkeit des Beobachters von großer Bedeutung. Kleining sagt: Es sind seelische Energien, die ein Image tragen. "Da die Energien, aus denen Images sich erstellen, psychischer Art sind, so werden sie natürlich in ihrer Eigenart von der allgemeinen seelischen Konstellation dessen bedingt, der sich ein Image bildet. In seiner Persönlichkeit sind deshalb seine Images verankert"¹⁾.

Das Image wird also von zwei Faktoren gebildet: Einmal die rein physischen Wahrnehmungen oder die Reize des Beobachters, wie Kleining sie bezeichnet²⁾, und zum anderen die Persönlichkeit des Beobachters. "Zwischen beiden Polen, der Persönlichkeit und dem Reiz ist also das Image eingespannt" oder "es ist das Resultat der dynamischen Auseinandersetzung einer Person mit der Umwelt"³⁾. "Zusammengefaßt heißt das also, daß wir unter Image in der modernen Form die dynamische Ganzheit von Vorstellungen einer Person oder einer Personengruppe von einem Reiz verstehen, etwa einem Menschen, einer Ware, einer Firma oder einer Situation. Das Image

1) Kleining, G., a.a.O., S. 201.

2) Vgl. ebd., S. 202.

3) Ebd., S. 202.

gibt an, unter welchem Blickwinkel etwas gesehen wird, mit welcher Schärfe, mit welchen gefühlshaften Tönungen, mit welchen Wertungen"¹⁾.

Bergler sieht in der Entstehung des Image "eine Verbindung der persönlichen Erlebnissphäre mit der Umwelt"²⁾. Er nennt dies das psychologische Umfeld. Die Erlebnisqualitäten des Beobachters werden auf die beobachtete Sache projiziert. Die Tatsache, daß einer der Faktoren des Image die Persönlichkeit ist, läßt erkennen, daß das Image auch abhängt von der psychischen Verfassung des Beobachters. Es kommt dabei nicht nur auf die momentane Konstellation der Persönlichkeit an, sondern auch auf deren Grundeinstellung und deren Position dem Objekt gegenüber. Kleining schreibt: "In der Sicht der Dinge spiegelt sich die gesamte Persönlichkeit, nicht nur einer ihrer Bereiche. Wahrnehmung und Gefühlshaftes, Rationales und Emotionales, Bewußtes und Unbewußtes, Sachliches und Bewertung verschmelzen im Bild der Objekte, das wir Image nennen"³⁾.

Es kommt also lt. Kleining darauf an, ob beispielsweise eine Speise gesehen wird von einer hungrigen Person oder von einer gesättigten (momentane Konstellation) oder ob beispielsweise ein Kosmetikum von einer Frau oder einem Mann gesehen wird (Grundeinstellung der Persönlichkeit zum Objekt), - dabei wird davon ausgegangen, daß der Mann als Verwender des Kosmetikums nicht in Frage kommt - .

1) Kleining, G., a.a.O., S. 203.

2) Bergler, R., Psychologie des Marken- und Firmenbildes, Verlag Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1963, S. 19.

3) Kleining, G., a.a.O., S. 202.

Bergler sieht in den Vorstellungskomplexen des Image den Charakter des Typischen¹⁾. Das bedeutet, daß ein Betrachter irgendeines Objektes immer zuerst und hauptsächlich die Merkmale wahrnimmt, die der ganzen Gruppe zu eigen sind oder zumindest zu sein scheinen, welcher dieses Objekt angehört. Hofstätter schreibt dazu: "Damit, daß der Partner, dessen Hilfe ich aus diesem oder jenem Anlaß bedarf, Schuster, Schneider, Arzt oder Steuerberater ist, verbinde ich allerdings gewisse Erwartungen, die sich auf die Gruppe aller jeweils möglichen Rollenträger beziehen und die als Gruppenmerkmale der Schuster, Schneider, Ärzte und Steuerberater mehr oder minder gerechtfertigt sein mögen"²⁾.

Beispielsweise sieht also ein Beobachter einer Unternehmung in erster Linie die Eigenschaften und Merkmale der Branche, welcher diese Unternehmung angehört. Erst dann wird er die spezifischen und individuellen Reize der Unternehmung in sich aufnehmen. Solche Vorurteile oder Stereotypen, wie sie Hofstätter nennt³⁾ sieht auch Bergler als psychischen Bestandteil des Image⁴⁾.

Trotzdem kann aber das Image nicht gleich einer Stereotype als Verfälschung eines Bildes gesehen werden, weil das Image immer auch noch die Erfahrungen des Spezifischen und Individuellen mit einbezieht. Nur deshalb, weil das Image von seiner psychologischen Struktur her zur Vereinfachung der Sicht der Dinge tendiert, kann man es noch nicht als eine Verfälschung des realistischen Bildes be-

1) Vgl. Bergler, R., a.a.O., S. 18.

2) Hofstätter, P., Das Denken in Stereotypen, Verlag Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1960, S. 6.

3) Vgl. Hofstätter, P., a.a.O., S. 8.

4) Vgl. Bergler, R., a.a.O., S. 20.

trachten. Denn so gesehen müßte auch die Sprache, in der ein Bild wiedergegeben wird, als eine Verfälschung bezeichnet werden. Denn überhaupt das ganze menschliche Denken, das seinen Ausdruck in der Sprache findet, neigt zur Vereinfachung. "Gerade in ihrer generalisierenden Tendenz liegt - positiv gesehen - die Möglichkeit der Sprache, die individuelle Gegenstände und Sachverhalte in Kategorien zusammenfaßt und mit Begriffszeichen belegt"¹⁾. Aber - negativ gesehen - liegt eben in der Sprache eine "prinzipielle Begrenztheit des Schilderungsvermögens"²⁾ des Spezifischen und Individuellen. "Was schlechthin einmalig ist, können weder wir unseren Gesprächspartnern noch diese uns mitteilen"³⁾.

Auch Kleining ist der Auffassung, daß das Image einer bloßen Stereotype nicht gleichgesetzt werden darf. "Die Konzeption der Stereotype setzt sich von der des Image vor allem dadurch ab, daß Image nicht als Verfälschung einer wie auch immer gearteten Realität angesehen wird, sondern als legitimer seelischer Komplex"⁴⁾.

22. Begriff des Unternehmungs-Image

Man sieht, daß Gegenstände, Ideen, Personen oder Personengruppen und Gesellschaften Objekt eines Image sein können.

1) Hofstätter, P., a.a.O., S. 4; vgl. Lippmann, W., Public Opinion, The Mac Millan Company, New York 1961, S. 204.

2) Hofstätter, P., a.a.O., S. 4.

3) Ebd., S. 4.

4) Kleining, G., a.a.O., S. 204.

Kleining berichtet von Imageforschungen über Politiker ebenso wie über Imageforschungen die an Farben angestellt wurden¹⁾. Ein Hauptanstoß für die Imageforschung ging von den wirtschaftlichen Bereichen aus. Ganz besonders aber fand der Begriff Anwendung in der Absatzforschung²⁾. Abgesehen von der objektiven Erscheinungsform, in der ein Unternehmen zu sehen ist, gibt es verschiedene Möglichkeiten, psychologisch das Unternehmen in seiner allgemeinen oder typischen Form zu betrachten.

221. Das allgemeine Unternehmungs-Image

So kann ein Unternehmen unter dem Gesichtspunkt seiner Organisationsform oder Rechtsform beobachtet werden. Die Rechtsform einer Personengesellschaft vermittelt ganz andere psychologische Eindrücke als die Rechtsform einer Aktiengesellschaft. Mit dieser ist die Vorstellung verbunden, daß es sich um viele anonyme Kapitalgeber handelt, die damit weit mehr Kapital aufbringen und somit auch weit größere Betriebe repräsentieren als solche Firmen, die nicht diese Rechtsform besitzen. Dagegen glaubt der Außenstehende, die Personengesellschaft sei durch den Willen eines Einzelnen oder weniger Personen vertreten und sei leichter überschaubar, weil sie meist in unteren Größenordnungen vorkommen. Die Kapitalsummen seien meist geringer als die der Aktiengesellschaften. Solche allgemeinen und typischen Vorstellungen verbindet ein Betrachter mit einer Unternehmung,

1) Vgl. Kleining, G., a.a.O., S. 205.

2) Vgl. ebd., S. 199.

die ihm nur durch die Art der Rechtsform entgegentritt und bekannt wird.

Eine andere Möglichkeit der psychologischen Vorstellungsabgrenzung ist die Betrachtung der Unternehmung vor dem Hintergrund einer bestimmten Branche. Durch die Art der hergestellten Produkte macht sich ein Beobachter bestimmte Begriffe von einer Unternehmung. So verbinden sich mit einem Waschmittelerzeuger ganz andere Vorstellungen als mit einem Automobilhersteller.

Diese beiden Aspekte, der "juristische" und der "produktspezifische" Aspekt¹⁾, wie Bergler sie nennt, geben ein psychologisches Begriffsumfeld ab. Sie stellen ganz bestimmte Vorstellungskomplexe dar, die den Rahmen bilden, innerhalb dessen sich das Firmenbild im engeren Sinne entwickeln kann²⁾. Durch den Aspekt der Rechtsform und den produktspezifischen Aspekt bilden sich in der Person des Beobachters psychische Erlebnisqualitäten, die ganz bestimmte Bilder entstehen lassen. Mit anderen Worten - der Außenstehende macht sich von einer Unternehmung gewisse Vorstellungen oder entwickelt sich ein bestimmtes psychologisches Bild allein auf Grund der Information, daß es sich beispielsweise um eine Aktiengesellschaft handelt oder um eine Unternehmung, die Elektroartikel herstellt.

222. Unternehmungs-Image auf der Absatzseite

Nun aber ist jede Unternehmung auch in seiner konkreten speziellen und individuellen Form bestimmt. Jedes Unternehmen

1) Bergler, R., a.a.O., S. 8 und S. 14.

2) Vgl. Bergler, R., a.a.O., S. 15.

hat eine gewisse äußere Erscheinung: Regungen, Tätigkeiten, Äußerungen von Repräsentanten der Unternehmung, ihre Organisation, ihre Betriebsstruktur u.a. All diese Tatsachen sind für den außenstehenden Beobachter Wahrnehmungen oder Reize, die sich in seiner Persönlichkeit mit seinen Wertungen, Gefühlen usw. zu dem Firmenbild im engeren Sinne oder Image vereinigen. Bergler sagt: "Eine Firma ist also auch definiert durch die Gesamtheit der mit ihr verbundenen Gefühlswerte, Qualitätserwartungen, Niveauvorstellungen, Erwartungen in Bezug auf Arbeitsbedingungen, Betriebsklima, Sympathien, Antipathien, Befürchtungen, goodwill usw."¹⁾. Bergler nennt diese Ganzheit von Gefühlen und Erlebnisqualitäten einen Vorstellungskomplex, der sich als eine Resultante eines Verhaltens ergibt²⁾. Aus dieser Definition wird klar, daß das Image, das sich aus der Summe der Verhaltensäußerungen einer Unternehmung ergibt, sich verändern kann und beeinflußt werden kann durch Regungen und Verhaltensäußerungen in den verschiedensten Bereichen der Unternehmung.

Eine der intensivsten Auswirkungen auf das Image der Unternehmung geht von ihren Produkten oder Dienstleistungen aus. Diese sind sogar geeignet, für sich selbst ein Image aufzubauen; in der Fachliteratur wird es Brand Image genannt³⁾. In diesem Falle sieht der Konsument allein das Produkt oder die Dienstleistung und projiziert auf dieses seine Erwartungen, seine Wertungen und Urteile, seine Wünsche - kurz -, seine gesamte psychologische Einstellung zu diesem Produkt.

1) Bergler, R., a.a.O., S. 17.

2) Vgl. ebd., S. 18.

3) Vgl. Kleining, G., a.a.O., S. 200.

Aber abgesehen von diesem Brand-Image kann das Produkt auch im Rahmen der gesamten Äußerungen und Regungen einer Unternehmung gesehen werden. Dabei ist nicht Voraussetzung, daß das Erzeugnis von einem Konsument dieses Produkts gesehen wird, es kann ebenso von einem Nicht-Verwender betrachtet werden. Die persönliche Einstellung des Beobachters beeinflußt das Bild, das er sich von der gesamten Unternehmung macht. Die Qualitätserwartungen, die Hoffnung, das Produkt auch für seine Zwecke verwenden zu können, um nur Beispiele zu nennen, eben dieser ganze Vorstellungskomplex, den der Beobachter durch die Erzeugnisse der Unternehmung gewonnen hat, wird zu einem Teil des Gesamtbildes, des Image der Unternehmung. Ändert sich nun dieses Teilbild, so wird sich auch das Gesamtbild der Unternehmung in der Persönlichkeit des Beobachters ändern.

223. Unternehmungs-Image im Personalbereich

Daneben kann das Image der Unternehmung auch noch vom Personalbereich aus beeinflußt werden. Eine Unternehmung kann ebenso gut, wie sie als Anbieter von Produkten gesehen wird, auch als Arbeitsstätte für Arbeitnehmer aufgefaßt werden. Auch hier kommt es zunächst auf die äußeren Wahrnehmungen, die Reize an - mit anderen Worten: Wie stellt sich die Unternehmung dar? Welche Arbeitsbedingungen bietet sie? Welche sozialen Leistungen, welches Betriebsklima, was für eine innere betriebliche Organisation und Struktur hat sie? All das sind Reize, die der Außenstehende aufnimmt, die dann in seiner Persönlichkeit mit seiner psychologischen Umwelt zu einem Gesamtbild verschmelzen. Das bedeutet, daß es daneben auch darauf ankommt, welche Persönlichkeit den Betrieb als

Arbeitsstätte betrachtet. Ist es ein Arbeitnehmer der Unternehmung, ist es ein potentieller Arbeitnehmer oder ist es eine Person, die von vorneherein nicht als Arbeitnehmer in Betracht kommt? Je nach der Position, die also der Beobachter der Unternehmung gegenüber einnimmt, wird sein Bild, das er sich von ihr macht, verschieden ausfallen. In jedem Falle aber werden die Äußerungen und das Verhalten in diesem Bereich zu einem Gesamtbild beitragen, das sich jeder Außenstehende von der Unternehmung entwickeln kann.

224. Unternehmungs-Image auf der Beschaffungsseite

Ein weiterer Bereich, in dem die Unternehmung durch ihr Verhalten auf Außenstehende einen Einfluß ausübt und eine Kommunikation zur Öffentlichkeit herzustellen bemüht ist, ist die Beschaffungsseite. Als äußere Reize für den Beobachter kommen zunächst einmal all die verschiedenen Waren im Hinblick auf Qualität und Quantität in Frage, deren die Unternehmung bedarf; also die Gesamtheit des Güterbedarfs. Weiter ist die Art der Abnahme zu erwähnen. Dabei ist daran zu denken, wie die Lieferverträge, die mit der Unternehmung vereinbart wurden, ausgelegt werden; ob ihre Einhaltung peinlich genau nach Ort, Zeit und Qualität beachtet wird, oder ob hier eine gewisse Großzügigkeit waltet. All das sind Dinge, die der Außenstehende wahrnimmt und sie dann innerlich zu einem Bild verarbeitet.

Als Außenstehende kommen in erster Linie alle Lieferanten in Frage. Sie sind der Personenkreis, der gewissermaßen sich ein Selbstimage erstellt, wie Kleining analog zum Personenkreis der Konsumenten diesen Begriff prägte¹⁾. Er

1) Vgl. Kleining, G., a.a.O., S. 202.

meint damit also denjenigen Personenkreis, der mit eigenem Interesse in direkten Kontakt mit der Unternehmung tritt. Daneben kommen aber auch alle anderen Mitglieder der Öffentlichkeit in Betracht, die in irgendeiner Form ein Interesse an der Unternehmung bekunden oder bekunden könnten. Infolge ihrer gegenüber den Lieferanten verschiedenen Position ergeben sich aber andere Persönlichkeitsfaktoren und damit entsteht auch ein anderes Image, verglichen mit dem, das sich Lieferanten bilden. Wichtig aber für unsere Betrachtung ist, daß sich durch die Äußerungen und das Verhalten der Unternehmung auf der Beschaffungsseite das Gesamtbild der Unternehmung ändern kann und daß es beeinflußt werden kann.

225. Unternehmungs-Image im Finanzbereich

So wie es möglich ist, das Image der Unternehmung durch Verhaltensäußerungen in den Bereichen von Absatz und Beschaffung und im Personalbereich zu beeinflussen, ebenso ist es auch möglich, das Unternehmungsbild durch Äußerungen und Regungen im Finanzbereich zu beeinflussen.

Voraussetzung dafür ist aber, daß diese Verlautbarungen und Handlungen der Unternehmung an die Öffentlichkeit gelangen. Die Maßnahmen im Finanzbereich können sich also nur auf das Image auswirken, wenn deren Daten und Veränderungen zu Wahrnehmungsreizen für die Persönlichkeit der in Frage kommenden Beobachter werden. Es muß also ein Kommunikationsfeld zwischen der Unternehmung einerseits und dem Beobachter andererseits geschaffen werden. Ein solches ist

in der Unternehmungspublizität zu sehen. "Publizität im weiteren Sinne ist die Gesamtheit aller Maßnahmen, mit deren Hilfe eine fallweise oder laufende Unterrichtung der Allgemeinheit, bestimmter öffentlicher oder privater Stellen, Wirtschaftskreise oder Interessengruppen über die wirtschaftliche Entwicklung einzelner Unternehmungen, Gruppen von solchen oder ganzer Wirtschaftszweige erreicht werden soll"¹⁾. Hundhausen definiert den Begriff der Publizität kurz mit: "Offenkundigkeit, Offenlegung oder auch Veröffentlichung und Mitteilung"²⁾.

Illetschko, der eine ähnliche Definition anführt, schließt daraus, daß der Vorgang der Publizität eigens bewirkt werden muß und gewisser "Impulse und Instrumente" bedarf³⁾. Weiter folgert er: "Geht man den Vorgang selbst auf seine Zweckbestimmung an, dann öffnet sich die Einsicht, daß er Informationen bringen soll, die für eine Urteils- oder Willensbildung erforderlich sind, und daß zugleich die Öffentlichkeit, die von ihm betroffen ist, eine solche Urteils- oder Willensbildung benötigt"⁴⁾. Auch Mellerowicz sieht als Ziel der Publizitätspolitik neben der Information "die Förderung des Verstehens betrieblicher Probleme, einer bestimmten verfolgten Idee, der Bedeutung eines bestimmten Vorganges durch die Information, um das Interesse am Betrieb

-
- 1) Mayer, L., Publizität in: Seischab, H. und Schwantag, K. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, 3. Band, 3. völlig neubearb. Aufl., Stuttgart 1960, Sp. 4510.
 - 2) Hundhausen, C., Die Bedeutung der Publizität unter besonderer Berücksichtigung der historischen Bedeutung, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 26.
 - 3) Illetschko, L., Die Publizität der Kapitalgesellschaften im Auslande, in: ZPhF, 10. Jg., 1958, H. 9, S. 414.
 - 4) Ebd., S. 414.

und seiner Erzeugnisse zu wecken"¹⁾.

Daraus folgt, daß die Publizität für die Imagebildung erforderlich ist. Das Image entsteht durch die Gleichschaltung der Beobachterinteressen mit denen der Gesellschaft. Und dieser Vorgang wird durch die Publizität zumindest gefördert. Ein positives Image als Grundlage für eine gedeihliche Zusammenarbeit mit ihren Partnern kann die Gesellschaft also nur durch eine entsprechend gehandhabte Publizität erreichen. "Die Publizitätspolitik soll die Ziele der Betriebspolitik unterstützen um ein gutes Verhältnis zu den Anteilseignern der Belegschaft, den Kunden und Lieferanten zu erreichen"²⁾.

23. Publik Relations Arbeit

Damit wird der Publizität eine Funktion zugedacht, die andere Autoren ex definitione den Public Relations zuordnen. Und in der Tat gehen hinsichtlich der Trennung von Publizität und Public Relations die Meinungen in der Literatur auseinander.

Abgesehen von den bereits zitierten Autoren³⁾ schreibt Hundhausen: "Ich selbst habe den Begriff, 'Publizität' mit dem aus dem amerikanischen kommenden 'Public Relations' gleichgesetzt, der für mich wiederum bedeutet, 'Gewinnung der Öffentlichkeit'"⁴⁾. Auch Hofstätter weist darauf hin,

1) Mellerowicz, K., Unternehmenspolitik, Band III, Haufe Verlag, Freiburg/Brsg. 1964, S. 534.

2) Ebd., S. 534.

3) Vgl. Mayer, L., a.a.O., Sp. 4510; vgl. Illetschko, L., a.a.O., S. 414; vgl. Mellerowicz, K., a.a.O., S. 534.

4) Hundhausen, C., Die Bedeutung der Publizität, a.a.O., S. 26.

daß Handeln und Publizität nur schwer zu trennen sind.
"Tun aber ist in weitem Umfang mit Publizität verbunden"¹⁾.

Andere Autoren dagegen sehen in der Publizität nur einen Teil, den publizistischen Teil, der Public Relations.
"Denn Publizität wendet sich an die Öffentlichkeit und ist damit zugleich ein Stück Aufklärung und Public Relations"²⁾.

Auch Vogels Definition läßt eine Zweiteilung der Public Relations erkennen: "Sie erstreben das Ziel, durch vorbildliche Gestaltung der eigenen Wesenseigenschaften, Haltung und Maßnahmen und deren Offenbarung gegenüber den öffentlichen Gruppen öffentliches Vertrauen, Verständnis und Wohlwollen zu gewinnen, um einen ausgewogenen Interessenausgleich zwischen Beziehungsträger und Öffentlichkeit herzustellen"³⁾.

Es wurden in der Literatur - vor allem in der amerikanischen Literatur - zahlreiche Versuche angestellt, den Begriff der Public Relations zu fassen; den meisten derartigen Versuchen aber mangelt es an wissenschaftlicher Exaktheit⁴⁾.

-
- 1) Hofstätter, P., Die Öffentlichkeit als Adressat der Publizität, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 87; vgl. Käfer, K., Konzentration und Publizität, in: Arndt, H. (Hrsg.), Konzentration in der Wirtschaft, Band III, Wirkungen und Probleme der Konzentration, Verlag Duncker und Humblot, Berlin 1960, S. 1604 f.
 - 2) Schneider, E., Publizität und Abschlußprüfung vom Standpunkt der Wirtschaft, in: Wirtschaftsprüfung als Element gesunder Wirtschaftsentwicklung, Band X, der Schriftenreihe des Instituts der Wirtschaftsprüfer, S. 55.
 - 3) Vogel, E., a.a.O., S. 58 f.
 - 4) Vgl. ebd., S. 58; vgl. Greber, E., Public Relations, Verlag Paul Haupt, Bern 1952, S. 9.

Für diese Arbeit erscheint die Definition von Greber als eine der brauchbarsten: "Auf die Unternehmung angewandt, können wir überall da von Public Relations sprechen, wo die Unternehmung durch ihre Existenz und ihr Verhalten Empfindungen und Eindrücke in ihrer Umwelt auslöst und dadurch die geistige Haltung und Einstellung von Menschen beeinflusst"¹⁾. Aber auch Greber weist auf die Wichtigkeit der Publizität für die Public Relations hin: "Die Informationsträger sind für die Public Relations von eminenter Bedeutung. Zwar sprechen Taten lauter als Worte, aber Taten und Worte sprechen bestimmt lauter als Taten allein. Es genügt nicht, im Interesse der Öffentlichkeit zu handeln, man muß auch dafür sorgen, daß die Öffentlichkeit davon weiß"²⁾. So verlangen beispielsweise Graham u.a. für das Gelingen einer Gratisaktienausgabe, daß diese Maßnahme "... is clearly understood by the owners"³⁾.

Wie aus den obigen Definitionen zu entnehmen ist, erstrebt die Public Relations Arbeit das, was weiter oben als Image bezeichnet wurde - öffentliches Vertrauen, Verständnis und Wohlwollen, einen ausgewogenen Interessenausgleich, die Beeinflussung der geistigen Haltung und Einstellung der Menschen durch die Lebensäußerungen, Maßnahmen und Handlungen der Unternehmung. Das aber ist nichts anderes als die Verbindung der persönlichen Erlebnissphäre der Beobachter mit der Umwelt⁴⁾ - die Entstehung eines Image.

Die Public Relations setzen sich also aus Maßnahmen und Regungen der Unternehmung ebenso wie aus deren Veröffent-

1) Greber, E., a.a.O., S. 9.

2) Ebd., S. 14.

3) Graham, B., Dodd, D., Cottle, S., a.a.O., S. 498.

4) Vgl. S. 26.

lichungen zusammen. In dieser Arbeit soll aufgezeigt werden, ob eventuelle Interessengegensätze im Finanzbereich zwischen der Unternehmung einerseits und den Beobachtern andererseits vorliegen. Es soll nachgewiesen werden, daß diese Interessengegensätze durch Public Relations-Maßnahmen ausgeglichen werden können.

231. Begriff der Öffentlichkeit

"Die amerikanische Public Relations Literatur macht genaue Unterschiede zwischen the public and a public; d.h. zwischen der Öffentlichkeit oder der Allgemeinheit und einer Öffentlichkeit oder einer Allgemeinheit"¹⁾.

2311. Allgemeine Öffentlichkeit

"Die Öffentlichkeit wird als bestehend angesehen aus allen denkenden Menschen; diese Definition würde ein ganzes Volk umfassen"²⁾. Die Public Relations Manager streben eine Beeinflussung der Meinung dieser Öffentlichkeit an, d.h., der öffentlichen Meinung schlechthin. In der Haltung der Massen "bildet das bewußte Geistesleben nur einen sehr geringen Teil im Vergleich zum unbewußten Seelenleben"³⁾. Die Massenseele wird durch die Einstellung der zugehörigen Individuen mit beeinflusst. Daraus entsteht die Kollektivseele⁴⁾.

1) Hundhausen, C., Werbung um öffentliches Vertrauen, I. Band, Verlag Girardet, Essen 1951, S. 35.

2) Ebd., S. 35.

3) Le Bon, G., Psychologie der Massen, Kröner Verlag, Stuttgart 1961, S. 14.

4) Vgl. Lippmann, W., a.a.O., S. 197.

Es gibt bestimmte Probleme - im wirtschaftlichen Bereich sind es die meisten - , in denen die öffentliche Meinung nur von solchen Gruppen gebildet wird, welche diesen Problemen besonders nahestehen. Die übrigen Öffentlichkeitsgruppen verhalten sich indifferent dazu¹⁾. So spricht auch der hier zu behandelnde Komplex der finanziellen Sphäre nur ganz bestimmte Teilöffentlichkeiten an. Durch Gewinnung der öffentlichen Meinung in diesen Teilöffentlichkeiten kann aber auch die Beeinflussung der öffentlichen Meinung schlechthin erreicht werden; "... within limits that vary, the emotion is transferable both as regards stimulus and response"²⁾.

2312. Spezielle Öffentlichkeit

"Eine Öffentlichkeit umfaßt diejenigen Menschen, die durch irgendein gemeinsames Interesse verbunden sind, ohne daß sie notwendigerweise auch gebietsmäßig zusammenleben"³⁾. Von dieser grundlegenden Einteilung der Öffentlichkeit geht auch diese Arbeit aus. Zweifellos würde es den Rahmen dieser Arbeit sprengen, wollte man die Auswirkungen einer Finanzierungsmaßnahme auf das Image der Unternehmung bei der Öffentlichkeit untersuchen. Sicherlich ist es daneben auch weit interessanter, das Image nur bei einer bestimmten Öffentlichkeit, nämlich bei dem Personenkreis zu untersuchen, der durch das gemeinsame Interesse am Finanzbereich der Unternehmung verbunden ist. "Wir verstehen deshalb unter Öffentlichkeit nur diejenigen Gruppen, welche für die Unternehmung von besonderer Be-

1) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 65.

2) Lippmann, W., a.a.O., S. 205.

3) Hundhausen, C., Industrielle Publizität, Verlag Girardet, Essen 1957, S. 36.

deutung sind"¹⁾. Für das Entstehen von Gruppen fordert Greber "gewisse gemeinsame Interessen, Meinungen, Absichten, Hoffnungen, Ziele und Gewohnheiten, was zur Folge hat, daß in den Einzelindividuen gleichartige parallel verlaufende seelische Reaktionen stattfinden"²⁾. Damit wird der seelische Komplex, wie Bergler all diese persönlichen Faktoren der Beobachter nennt³⁾ als Voraussetzung des Image⁴⁾ zum "Kondensationskern" für die Entstehung der Gruppen.

Ausgehend von den Maßnahmen der internen Finanzierung bilden die Eigentümer bzw. Miteigentümer, d.h. die Aktionäre eine solche Gruppe. Daneben zählt zu diesem Personenkreis die Gruppe derer, die der Gesellschaft Fremdkapital zur Verfügung stellen, wie etwa Kreditinstitute, private Darlehensgeber und bis zu einem gewissen Grade auch die Lieferanten, soweit sie für ihre gelieferten Waren und Leistungen ein Zahlungsziel gewähren müssen. Nicht zuletzt gehören zu diesem Personenkreis auch die Arbeitnehmer, deren Arbeitsplätze von der finanziellen Situation eines Betriebes weitgehend abhängen. Die Existenz der Arbeitnehmer ist eng verbunden mit der Unternehmung, ihrer Entwicklung und ihrer Leistungsfähigkeit.

Während die verschiedenen Interessen von Aktionären und Gläubigern im wesentlichen auf die finanzielle Sphäre der Unternehmung beschränkt bleiben, sind die Interessen der Arbeitnehmer auch in anderen Bereichen der Unternehmung wirksam. So unterscheidet Dülfer, abgesehen von

1) Greber, E., a.a.O., S. 10.

2) Ebd., S. 10.

3) Vgl. Bergler, R., a.a.O., S. 18.

4) Vgl. S. 27.

individuellen Interessen, das Berufsmotiv, das Sozialinteresse und das Streben nach Okkupation der gesamten Wirtschaftsplanung¹⁾.

Das Interesse, das in der finanziellen Ebene der Unternehmung wirkt, löst daher bei weitem nicht die Vielfalt von Vorstellungen aus, wie bei den anderen Personenkreisen, deren Interesse sich nur auf den Finanzbereich konzentriert. Dülfer nennt dieses Motiv der Arbeitnehmer Erwerbsinteresse. Er gibt diesem eine vorrangige Bedeutung, weil die anderen Zielfunktionen auf ihm aufbauen. "So ist bei fast allen Mitarbeitern das Erwerbsinteresse die eigentliche und ausschlaggebende Triebkraft ihrer Tätigkeit im Betrieb und damit ihrer Anwesenheit in der Aktiengesellschaft"²⁾.

Der Arbeitnehmer sieht die finanziellen Regungen der Unternehmung in erster Linie unter dem Aspekt der Arbeitsplatzsicherung. Im Arbeitnehmer entsteht damit die Vorstellung eines sicheren oder unsicheren Arbeitsplatzes, je nach den betrieblichen Äußerungen in der finanziellen Sphäre. Auch Friedeburg sieht die Einstellung des einzelnen Arbeitnehmers zum Betrieb als Produkt aus den subjektiven Erwartungen - sprich: sicheren Arbeitsplatz - und den objektiven Verhältnissen des Betriebes³⁾, entsprechend der Entwicklung eines Vorstellungsbildes, wie sie im Zusammenhang mit der Imagedefinition aufgezeigt wurde⁴⁾.

Außer diesem Aspekt der Arbeitsplatzsicherung kann nur noch das Lohninteresse das Vorstellungsbild formen, welches sich

1) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 101 f.

2) Ebd., S. 99.

3) Vgl. v. Friedeburg, L., Soziologie des Betriebsklimas, Europäische Verlagsanstalt, Frankfurt/M. 1963, S. 20.

4) Vgl. S. 25 ff.

der Arbeitnehmer aus einer Aktion der Unternehmung im Finanzbereich entwickelt. Doch ordnen Miller und Form diesem Interesse keine allzu große Bedeutung bei¹⁾.

Da die Arbeitnehmerinteressen nicht so klar und eindeutig ausschließlich der Finanzsphäre der Gesellschaft gelten, soll in dieser Arbeit davon abgesehen werden, die Imagebeeinflussung in den Kreisen der Arbeitnehmer durch Maßnahmen des Finanzbereichs herauszuarbeiten. Die Arbeit konzentriert sich also auf die beiden Personenkreise, die Aktionäre und die Gläubiger.

Es soll also die Auswirkung von internen Finanzierungsmaßnahmen auf das Image der Aktiengesellschaft bei diesen Personenkreisen untersucht werden: Sie sind durch ein gemeinsames Interesse mit der Gesellschaft, durch das Interesse an der finanziellen Entwicklung, an der Finanzstruktur der Unternehmung mit der Aktiengesellschaft verbunden.

232. Absichten der Public Relations Arbeit

2321. Herbeiführung der Interessenidentität

Die Public Relations beabsichtigen, die Identität der Interessen dieser Öffentlichkeiten mit denen der Gesellschaft selbst nachzuweisen, um so bei den einzelnen

1) Vgl. Miller, D. und Form, W., Unternehmung, Betrieb und Umwelt, deutsche Ausgabe, bearb. von Specht, K., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1957, S. 247.

Mitgliedern dieses Personenkreises das Vertrauen in die Unternehmung zu gewinnen¹⁾. Bei der Erfüllung dieser Aufgabe basiert die Arbeit der Public Relations Leute auf den gegebenen Tatsachen; also beispielsweise auf einer bestimmten neuentstandenen Finanzstruktur oder irgendwelchen konkreten Maßnahmen im finanziellen Sektor, um nur Beispiele aus der Aufgabenstellung dieser Arbeit zu wählen.

Wesentlich bei der Public Relations Arbeit ist, daß sie nichts an den Tatsachen selbst ändert und diese als gegeben hinnimmt. Sie soll diese Fakten den Angesprochenen lediglich erläutern und sie darauf hinweisen, daß die eine oder andere Maßnahme oder Konstellation nicht allein im Interesse der Gesellschaft von Nöten ist, sondern auch mit den Zielen, Absichten und Wünschen der Außenstehenden konform geht. So schreibt Gross: "Zur Pflege der öffentlichen Meinung gehört also alles, was dazu dient, der Öffentlichkeit zu zeigen, was eine Einrichtung für sie bedeutet und wie sie für ihre verschiedenen Gruppen und Schichten arbeitet"²⁾. Gross zeigt an Hand verschiedener anderer Definitionen, daß es bei der Public Relations Arbeit hauptsächlich darum geht, eine Interessenidentität herbeizuführen³⁾. Das aber heißt, daß die Öffentlichkeitsarbeit gegenseitiges Verständnis sucht und beabsichtigt, die Ziele und Bestrebungen der Gesellschaft zu erläutern.

Imagebeeinflussung im Unternehmensbereich heißt, das Streben nach Anerkennung der Unternehmung in der Öffentlichkeit auf rationaler und psychologischer Basis. Die Verbindung von

1) Vgl. Gross, H., Moderne Meinungspflege, Droste-Verlag, Düsseldorf 1951, S. 26.

2) Ebd., S. 26.

3) Vgl. ebd., S. 37.

Fakten mit Gefühlswerten bedingt ein Vorstellungsbild, welches die Anerkennung der Gesellschaft in der Öffentlichkeit erwirkt. Dieses Streben umschließt aber gleichzeitig und zwangsläufig eine zielbewußte Öffentlichkeitsarbeit¹⁾.

2322. Förderung von Vertrauen und Verständnis

"Öffentlichkeitsarbeit ist das planmäßige und unermüdliche Bemühen, gegenseitiges Verstehen und Vertrauen zwischen einem Auftraggeber und der Öffentlichkeit aufzubauen und zu pflegen"²⁾. In der Definition der Public Relations Society of America heißt es über die Public Relations Arbeit: "Die Bemühungen einer Unternehmung (oder einer Gewerkschaft, einer Aktiengesellschaft, eines Berufsstandes, einer Regierung oder einer anderen Organisation) gesunde und fruchtbare Beziehungen zu Teilen der Öffentlichkeit, wie z.B. zu Kunden, Mitarbeitern oder Aktionären und zur Öffentlichkeit insgesamt aufzubauen und zu pflegen, um sich selbst in die Umgebung einzufügen und um sich selbst der Gesellschaft verständlich zu machen"³⁾. Die Betonung liegt bei der Public Relations Arbeit auf der bloßen Erläuterung und auf dem Bestreben, den Standpunkt der Unternehmungsleitung darzulegen, damit es den Außenstehenden ermöglicht wird, zu den Tatsachen Stellung zu nehmen.

1) Vgl. Ross, I., The Image merchants, 1. Aufl., Garden City, New York, Doubleday 1959, S. 17.

2) Deckl, A., Öffentlichkeitsarbeit in Theorie und Praxis, Veröffentlichungen der Wirtschaftshochschule Mannheim, Reihe 2: Reden, H. 5, W. Kohlhammerverlag 1960, S. 6.

3) Hundhausen, C., Werbung um öffentliches Vertrauen, a.a.O., S. 14; vgl. Lesly, P., Public Relations Handbook, Prentice Hall, Inc., New York 1950, S. 9 - 11.

2323. Wahrheit und Klarheit

Mit Nachdruck muß darauf hingewiesen werden, daß die Basis, auf der die Public Relations Arbeit aufbaut, die Fakten, bestehenden Verhältnisse und Tatsachen sind, welche die Unternehmung liefert. Auf diesen baut die Public Relations Arbeit auf, über sie wird diskutiert und allein durch sie soll der Außenstehende überzeugt werden. Unter keinen Umständen soll die Public Relationsarbeit irgendetwas verfälschen. Deckl stellt das besonders klar heraus, wenn er sagt: "Öffentlichkeitsarbeit ist: Das Bemühen um gegenseitiges Verständnis unter Wahrung der drei obersten Public Relations Regeln: Wahrheit - Klarheit - Einheit von Wort und Tat"¹⁾. Auch Stephenson bringt zum Ausdruck, daß Öffentlichkeitsarbeit immer auf dem Boden der Wirklichkeit stehen muß und die Tatsachen nicht verfälschen oder verzerren darf: "Nachdrücklich soll darauf hingewiesen werden, daß die Vorstellung, ein günstiges Erscheinungsbild einer Unternehmung zu schaffen, sei lediglich abhängig davon, wie geschickt man die öffentliche Meinung mittels kluger Schlagworte, Publizitätstricks und lautem Tamtam manipuliert, eine nicht wiedergutzumachende Torheit ist. Das einzig günstige Erscheinungsbild von Bestand beruht auf Wahrheit und Glaubwürdigkeit. Die Öffentlichkeit ist gegenüber Vorspiegelung und falschen Tönen sehr empfindlich. Durch gute Worte lassen sich schlechte Taten nicht lange vertuschen. Aber das gute Wort ist entscheidend, um die Aufmerksamkeit in angemessener Form auf die gute Tat zu lenken"²⁾. Dies verdeutlicht, daß für das Image einer Unternehmung, das durch irgendwelche Maßnahmen

1) Deckl, A., a.a.O., S. 15.

2) Stephenson, H., Leitbuch der Public Relations, Verlag Girardet, Essen 1964, S. 435.

- etwa im Finanzbereich - beeinflußt werden soll, nicht allein diese Tatsachen der Maßnahmen und deren Auswirkungen genügen, sondern eben noch der "guten Worte" des Public Relations Managers bedürfen, um entsprechend beim Publikum anzukommen bzw. richtig verstanden zu werden. Gerade im Bereich der Finanzen, dessen oft komplizierte Zusammenhänge mit Sicherheit nicht immer von allen Personen des angesprochenen Kreises richtig verstanden werden, ist es von großer Wichtigkeit, daß zu den Fakten, welche die Unternehmung auf dem Finanzsektor bietet, das erläuternde Wort hinzukommt.

2324. Public Relations als Katalysator

Insofern hat also die Public Relations Arbeit Hilfestellung zu leisten bei der Ausstrahlung der unternehmerischen Tatsachen, die zunächst Wahrnehmungen und Reize beim Beobachter sind - um bei der Diktion der Imagedefinition zu bleiben. Damit diese Reize aber die richtigen Gefühlswerte und Vorstellungen in der Persönlichkeit des Beobachters auslösen, bedarf es ergänzend noch der publizistischen Arbeit. Es wurde gezeigt: Das Image entsteht aus der Verbindung von Reizen der Umwelt einerseits und der Persönlichkeit des Beobachters andererseits¹⁾. Die Fakten der Unternehmung, wie z.B. die ergriffenen Maßnahmen der Finanzleitung, oder die gegebene Finanzstruktur, stellen die Umweltswahrnehmungen für den Beobachter dar. Die Interessen und Vorstellungen des Beobachters repräsentieren seine Persönlichkeit und seine Haltung zur Umwelt. Indem durch die Public Relations Arbeit die Interessen der Unternehmung und des Beobachters gleichgeschaltet werden, ver-

1) Vgl. S. 26.

binden sich diese beiden Pole - Reiz und Persönlichkeit - miteinander. Die Public Relations Arbeit wird gewissermaßen zum Katalysator bei der Entstehung des Image oder dessen Veränderungen.

Damit ist klar, daß das Image der Unternehmung sich im Sinne der Unternehmung verändert, wenn durch die Public Relations Arbeit die Dinge so erläutert werden, daß sich der Außenstehende auch richtige Vorstellungen von den Fakten macht und diese versteht. "Die Unternehmungspolitik ist wahrheitsgetreu zu interpretieren, zum besseren Verständnis der interessierten Gruppen. Es soll damit erreicht werden, daß der Ruf der Unternehmung mit ihrem wirklichen Charakter übereinstimmt. Die Öffentlichkeit muß davon überzeugt werden, daß die Unternehmung täglich im Dienste des Einzelnen und der Gemeinschaft steht"¹⁾. Wenn durch die Öffentlichkeitsarbeit versucht wird, die Vorstellungen der Beobachter im Sinne der Geschäftsführung zu entwickeln und zu gestalten, so ändert das nichts an der Objektivität der Public Relations Arbeit. Es sollen die Dinge nur diskutiert werden und es soll "der Standpunkt der Unternehmung dargelegt und begründet werden"²⁾. Aber es handelt sich in erster Linie um Mitteilungen und Bekanntmachungen.

Es liegt also bei der Public Relations Arbeit keine Beeinflussung im Sinne der Werbung vor, indem jemand überredet wird, sondern es handelt sich um eine Diskussion, bei der allenfalls überzeugt werden soll. "The public relations man, therefore, serves as a useful middleman or catalyst between management and the public, interpreting

1) Greber, E., a.a.O., S. 14.

2) Seyffert, R., Werbelehre, II. Band, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1966, S. 1004.

each to the other. The massmedia are the avenues of this intercommunication"¹⁾.

233. Kommunikationsmittel der Public Relations

Welche Wege geht nun die Public Relations Arbeit? Welcher Mittel bedient sie sich? Ganz allgemein kann man sagen, daß sich die Public Relations Arbeit der Mittel der Publizistik bedient. Die öffentliche Meinungs- und Beziehungspflege möchte lediglich informieren und die unternehmerischen Fakten den Interessenten oder potentiellen Interessenten zugänglich machen. Bei dieser reinen Informationstätigkeit ist allenfalls möglich, daß die Dinge, auf die es der Unternehmungsleitung besonders ankommt, hervorgehoben werden. Objektivität und Wahrheit aber sind das höchste Gebot der Public Relations Arbeit. Sie bedient sich der Kommunikationsmedien wie Presse, Rundfunk, Fernsehen oder Film²⁾.

Darüber hinaus aber gibt es gerade in solchen Fällen, in denen nur ganz bestimmte Personenkreise angesprochen werden sollen - wie beispielsweise in unserem Fall, alle an der Finanzstruktur der Gesellschaft Interessierten - , weitere Möglichkeiten. Es handelt sich dabei hauptsächlich um Medien, die auf bestimmte Personenkreise zielen; so Bilanz- und Geschäftsveröffentlichungen, Festschriften und Forschungsberichte, Lehrmittel, Kunden- und Werkzeitschriften³⁾. Besonders bedeutsam, glaubt Seyffert, sei

1) Steinberg, C., The Mass Communicators, Harper & Brothers Publishers, New York 1958, S. 7.

2) Vgl. Oeckl, A., a.a.O., S. 9; vgl. Steinberg, C., a.a.O., S. 7.

3) Vgl. Seyffert, R., a.a.O., S. 1004.

die persönliche Fühlungnahme, wie etwa die Beteiligung führender Persönlichkeiten an Tagungen, öffentlichen Veranstaltungen, das Halten von Vorträgen, Betriebsbesichtigungen etc.¹⁾. Wann diese Kommunikationsmedien am günstigsten im Falle der Imagebeeinflussung durch Finanzierungsmaßnahmen einzusetzen sind und wie sie wirken, soll in einem späteren Kapitel behandelt werden.

3. Beeinflussung des Image der Aktiengesellschaft

Nachdem die Grundlagen dargelegt sind und im Einzelnen geklärt ist, was im Rahmen dieser Arbeit unter Finanzierungsmaßnahmen zu verstehen ist und worum es sich beim Image handelt, kann das zentrale Problem der Aufgabenstellung angegangen werden: Die Untersuchung, wie das Image einer Aktiengesellschaft bei den Interessenten der Gesellschaft durch die verschiedenen internen Finanzierungsmaßnahmen zu beeinflussen ist, d.h. wie ein eventueller Interessenausgleich herbeigeführt werden kann.

31. Kapitalerhöhung durch Baremission

Bei der ordentlichen Kapitalerhöhung werden der Unternehmung zusätzlich liquide Mittel von außen zugeführt. Man nennt sie deshalb auch Kapitalerhöhung durch Baremission.

Bevor auf die Interessenlage der zu untersuchenden Personenkreise eingegangen wird und auf das daraus entstehende Erscheinungsbild, das sich diese Personen von dieser

1) Vgl. Seyffert, R., a.a.O., S. 1004.

Finanzierungsmaßnahme entwickeln, soll die ordentliche Kapitalerhöhung in ihrer Technik und in ihrer objektiven Bedeutung dargelegt werden.

Das Image entsteht aus dem objektiven Erlebnis der Finanzierungsmaßnahme einerseits und der persönlichen Vorstellungswelt des Beobachters andererseits, d.h. das Erlebnis wird gewertet entsprechend der Interessenlage des Einzelnen. Es kommt nur auf den Persönlichkeitsbereich, auf die individuellen Interessen des Beobachters an, wenn die Frage geklärt werden soll: Wie wird das Image durch die Kapitalerhöhung beeinflusst? "Die Bedeutung einer Nachricht liegt in der Veränderung, die sie im Leitbild erzeugt"¹⁾.

311. Gründe der Kapitalerhöhung durch Einzahlung

Es gibt viele Gründe, warum eine Vorstandschaft sich für eine solche Kapitalerhöhung entschließen könnte. Stricker unterscheidet zwei Hauptanlässe für eine Kapitalerhöhung durch Baremission:

- a) "Die Unternehmung benötigt infolge ihrer bisherigen Entwicklung und für ihre weitere Ausdehnung neues Kapital, das sie zur Erreichung ihres Unternehmungszweckes produktiv einsetzt".
- b) "Die Unternehmung erhöht ihr Aktienkapital, ohne daß ein direkter Kapitalbedarf besteht. Die neu aufgenommenen Mittel werden nicht im Produktionsprozeß benötigt"²⁾.

1) Boulding, K., a.a.O., S. 14.

2) Stricker, W., Aktienkapitalerhöhung und Bezugsrechte, Schulthess & Co. A.G., Zürich 1955, S. 6.

3111. Kapitalerhöhung mit Kapitalbedarf

Zusätzlicher Kapitalbedarf kann aus verschiedenen Gründen entstehen. So kann der Absatz- oder der Beschaffungsmarkt das Unternehmen zur Aufnahme neuen Kapitals zwingen. Zusätzlicher Kapitalbedarf kann aber auch vom Arbeitsmarkt her entstehen¹⁾.

An dieser Stelle soll nicht theoretisch untersucht werden, warum die Unternehmung neues Kapital braucht. Vielmehr soll festgestellt werden, wie Eigen- und Fremdkapital von außen gesehen werden und wie mit Veränderungen in diesem Bereich das Image beeinflusst werden kann. Es soll daher ein bestimmter Kapitalbedarf vorausgesetzt werden.

3112. Kapitalerhöhung ohne Kapitalbedarf

Es gibt auch Fälle, in denen die Gesellschaft ihr Kapital erhöht, ohne daß sie zusätzlich Mittel benötigt. So zählt Schmalenbach die Umwandlung von Schulden in Kapital zu den Motiven der Kapitalerhöhung ohne Kapitalbedarf²⁾. Einen ebensolchen Grund sieht Kalveram in der Erfüllung gesetzlicher Vorschriften; aber auch hierin liegt kein effektiver Kapitalbedarf vor. Kalveram erläutert beispielsweise: "Wenn Hypothekenbanken zur Wahrung der gesetzlich vorgeschriebenen Relation zwischen Aktienkapital und Pfandbriefumlauf ihr Eigenkapital erhöhen, weil die Höchstgrenze des Pfandbriefumlaufs erreicht ist"³⁾. Weiterhin zählt zu dieser Art von Kapital-

1) Vgl. Kalveram, W., a.a.O., S. 43; vgl. Braun, W., in: Männer der Wirtschaft, Beilage zu: Das Wertpapier, Jg. 1965, Nr. 6 a, S. 7 f.

2) Vgl. Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1950, S. 114.

3) Kalveram, W., a.a.O., S. 44.

erhöhungs-Motiven die Absicht, das vorhandene Aktienkapital zu verwässern. Man will dadurch entweder auf den Aktienkurs Einfluß nehmen oder auf den auszuschüttenden Dividendenbetrag; dies aber soll in einem späteren Kapitel genau dargelegt werden. Darüberhinaus kann aber auch eine solche Kapitalerhöhung mit Verwässerungsabsicht ein Auswuchs machtpolitischer Kämpfe zwischen verschiedenen Aktionärsgruppen sein.

312. Technische Durchführung der Kapitalerhöhung durch Baremission

Entschließt sich der Vorstand einer Aktiengesellschaft, einen bestehenden Kapitalbedarf ganz oder auch nur teilweise durch eine ordentliche Kapitalerhöhung zu befriedigen, so hat er die nach dem Gesetz oder den Statuten der Gesellschaft vorgeschriebenen Genehmigungsverfahren einzuleiten. Zunächst muß lt. § 182 AktG die Hauptversammlung mit einer Mehrheit, die mindestens drei Viertel des bei der Beschlußfassung vertretenen Grundkapitals umfaßt, die Kapitalerhöhung beschließen. Der Grund für dieses Mitspracherecht der Besitzer alter Aktien ist darin zu sehen, daß sich durch die Begebung der neuen Aktien der relative Anteil der bisherigen Aktionäre am Grundkapital der Gesellschaft verringert, wenn diese keine neuen Aktien zeichnen. Deshalb ist auch im § 186 AktG verankert, daß jeder Aktionär das Recht haben muß, die neuen Aktien im Verhältnis seines bisherigen Anteils am Grundkapital zu beziehen.

Nimmt der Aktionär aus irgendeinem Grund dieses ihm von Gesetzes wegen zugestandene Bezugsrecht nicht wahr, so verringert sich sein Beteiligungsverhältnis an der Gesellschaft.

Wenn aber der Aktionär sein Bezugsrecht nicht ausnützt, dann kann er es zumindest verkaufen; denn dieses Recht stellt einen ganz bestimmten Wert dar; es wird an der Börse gehandelt. Aus dem Kurswert des alten Aktienkapitals und dem zufließenden neuen Eigenkapital, dessen Höhe sich aus dem Bezugskurs der neuen Aktien ergibt, errechnet sich der neue Wert, der Mischkurs der gesamten Aktien der Gesellschaft nach durchgeführter Kapitalerhöhung. Zur Erläuterung sei hier ein Beispiel von Paul Deutsch angeführt:

1000 alte Aktien zu 200 %	= 2.000.000.-- DM
1000 neue Aktien zu 140 %	= 1.400.000.-- DM
2000 Aktien entsprechen einem Wert von	3.400.000.-- DM
1 Aktie entspricht einem Wert von	1.700.-- DM ¹⁾

Dieser Mischkurs liegt also zwischen dem Kurs der alten Aktien vor der Kapitalerhöhung und dem Bezugskurs der neuen Aktien. Der theoretische Wert des Bezugsrechts entspricht dann der Differenz zwischen dem Mischkurs und dem alten Aktienkurs.

Der Preis für das Bezugsrecht ist dadurch gerechtfertigt, daß der Erwerber eine junge Aktie zum Bezugskurs kaufen kann, der niedriger sein wird, als der Mischkurs, zu dem nach der Kapitalerhöhung wahrscheinlich die Börse dieselbe Aktie bewerten wird. Der Erwerb der jungen Aktien sowie der Austausch des Bezugsrechts spielt sich auf der Börse ab bzw. wird über ein Bankenkonsortium abgewickelt²⁾.

1) Deutsch, P., Grundfragen der Finanzierung, 2. Neubearb. und erweiterte Aufl., Betriebswirtschaftlicher Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1967, S. 150.

2) Vgl. Bernicken, H., Das Bezugsrecht des Aktionärs, C. Heymanns-Verlag, Berlin 1928, S. 25 f.

In der Tat aber ist der obige Bezugsrechtswert nur ein theoretischer, um den der wirkliche Wert, der an der Börse sich entwickelt, pendeln wird. Rittershausen schreibt: "Bei diesem Wert handelt es sich hierbei um einen errechneten, rein theoretischen 'Preis', besser Ausgleichsbetrag, der nur als Grundlage von Voraussetzungen von Beteiligten verwendet wird"¹⁾.

313. Bezugsrecht und Bezugskurs in ihrer objektiven Bedeutung

In diesem Abschnitt soll die objektive Bedeutung von Bezugsrecht und Bezugskurs dargestellt werden. Dies ist deshalb wichtig, weil - wie noch darzulegen sein wird - in der Praxis die außenstehenden Interessenten diese Dinge manchmal ganz anders sehen und beurteilen als sie in Wirklichkeit sind. Aber für das Image einer Gesellschaft kommt es gerade darauf an, wie sie der Interessent sieht, mit welchen Augen, mit welchen Vorstellungen. Zunächst aber sollen die objektiven wirtschaftlichen Tatbestände dargelegt werden.

Das Bezugsrecht legitimiert seinen Besitzer, eine junge Aktie zu zeichnen; d.h. zu kaufen und zwar zu dem von der Verwaltung der Gesellschaft festgesetzten Bezugskurs. Der Inhaber dieses Bezugsrechts kann Besitzer alter Aktien sein, dem dieses Recht kraft Gesetzes zusteht. Da nicht alle Aktionäre beziehen werden, gelangt immer ein Teil dieser Bezugsrechte an Dritte. Der Preis ergibt sich aus der Differenz zwischen dem Mischkurs

1) Rittershausen, H., Industrielle Finanzierung, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964, S. 74.

und dem Börsenkurs der alten Aktien vor der Kapitalerhöhung¹⁾; dieser theoretische Preis wird noch verändert durch Zu- und Abschläge des Marktes, die sich aus dem Wechselspiel von Angebot und Nachfrage ergeben.

Für den beziehenden Inhaber der alten Aktie stellt das Bezugsrecht keinen bezifferbaren Wert dar; nur den, daß es dem Aktionär ermöglicht wird, den Gesellschaftsanteil, den er bis zur Kapitalerhöhung innehatte, auch nachher noch zu halten. Auch finanziell hat der Aktionär im Falle der Wahrnehmung seines Bezugsrechtes weder Gewinn noch Verlust.

Mit anderen Worten - von der Sicht der Zielfunktion des Aktionärs ist das Bezugsrecht neutral. Es ist mit der Erklärung des Bezugsrechtes weder ein Kapitalzuwachs noch ein Substanzverlust verbunden. Lediglich auf lange Sicht ist unter Umständen eine Erhöhung des Dividendenertrags der Aktien denkbar²⁾.

Um bei obigem Beispiel zu bleiben - der Aktionär hat vor der Kapitalerhöhung eine Aktie von nominell DM 1000.-- zum Kurs von 200 % und ein Barvermögen von DM 1.400.--, also insgesamt einen Wert von DM 3.400.--. Nach der Kapitalerhöhung besitzt er 2 Aktien zu je 170 %, also wiederum einen Wert von DM 3.400.--. Verkauft der Aktionär sein Bezugsrecht, so erhält er dafür den theoretischen Wert von DM 300.--. Er besitzt also nach der Kapitalerhöhung ein Vermögen von DM 3.400.--, genau wie vorher.

1) Vgl. S. 55.

2) Vgl. Büschgen, H., Wertpapieranalyse, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1966, S. 273.

Es ergibt sich aus der alten Aktie, die jetzt nur noch DM 1.700.-- wert ist, dem ursprünglichen Barbetrag von DM 1.400.--, der nicht für den Ankauf einer neuen Aktie verwendet wurde, und dem Bar-Erlös von DM 300.-- aus dem Bezugsrechtsverkauf. Dieser Erlös ist gewissermaßen eine Entschädigung für die Verwässerung der alten Aktie¹⁾.

Der Verkaufserlös des Bezugsrechts ist also kein Teil der Rendite, wie Lotz behauptet²⁾, sondern ein Substanzverkauf. Denn "unter Kapitalverwässerung ist eine Vermehrung des Grundkapitals einer Gesellschaft ohne gleichzeitige proportionale Anreicherung ihres inneren Wertes zu verstehen"³⁾. Der Tatbestand der Verwässerung ist nur schwer darzustellen, wenn man diesen inneren Wert als das definiert, was er ist: als Ertragswert. "Allgemein muß als Hauptfaktor der Kursbildung am Aktienmarkt der Ertrag der Aktie gesehen werden"⁴⁾. Deshalb empfiehlt Mecklenburg, daß "man den Börsenkurs als stellvertretend ansehen müßte für die gegenwärtige Bewertung des inneren Wertes einer Aktie"⁵⁾. Dabei versteht Mecklenburg unter "Substanzwert" einer Aktie die zukünftigen Gewinne dieser Aktie, weshalb er diesen Ausdruck in Anführungszeichen schreibt⁶⁾.

Dieser "Substanzwert" der Gesellschaft beträgt in unserem Beispiel vor der Kapitalerhöhung 2 Millionen oder DM 2000.--

1) Vgl. Rittershausen, H., a.a.O., S. 78.

2) Vgl. Lotz, K., in: Männer der Wirtschaft, Beilage zu: Das Wertpapier, Jg. 1965, Nr. 6a, S. 4.

3) Mecklenburg, G., Kapitalverwässerung - Erscheinungsformen und Möglichkeiten der analytischen Erfassung, in: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (Hrsg.), Beiträge zur Aktienanalyse, München und Darmstadt 1964 - 1967, H. 3, S. 17.

4) Paulmichl, A., Der Ertrag der Aktie als Bewertungsgrundlage, Diss. Frankfurt/M., 1938, S. 1.

5) Mecklenburg, G., a.a.O., S. 17.

6) Vgl. ebd., S. 18, Fußnote 1.

je Aktie. Nach der Kapitalerhöhung hat sich die "Substanz" der einzelnen Aktie verringert; der Kurswert beträgt nur noch DM 1.700.--. "Die neuen Aktionäre tragen durch ihre Einzahlung nicht so viel "Substanz" bei, wie es dem derzeitigen inneren Wert der alten Aktien entspräche"¹⁾.

Eine solche Verwässerung ist aber umso schwächer je höher der Bezugskurs über pari liegt. Denn bei Überpari-Emission verstärkt das Agio wiederum die offenen Rücklagen. Rittershausen sagt: "Fehlt jede Verwässerung, also bei der Emission der neuen Aktien zum Tageskurs, so ist das Bezugsrecht wertlos, eine Entschädigung unterbleibt"²⁾. Umgekehrt wird die "Substanz" der alten Aktie umso mehr verwässert, je niedriger der Bezugskurs im Verhältnis zum Börsenkurs der alten Aktien festgelegt wird. Die "Substanz" der einzelnen Aktie wird geringer.

Die Festsetzung des Bezugskurses obliegt der Vorstandschaft der Gesellschaft. Dabei ist aber seine Festsetzung nach unten wie nach oben begrenzt. Die untere Grenze stellt der Parikurs dar. Eine Unterpari-Emission ist nach § 9 AktG verboten. Die obere Grenze ist im Börsenkurs der alten Aktie zu sehen.

Wie schon bei der Erläuterung des Bezugsrechts klar geworden ist, verliert oder gewinnt der Inhaber der alten Aktien nichts, wenn er das ihm zustehende Bezugsrecht teilweise oder ganz wahrnimmt. Am deutlichsten wird dies unter der Annahme der Verhaltenshypothese der "operation blanche". In diesem Fall verkauft der Aktionär nur so

1) Mecklenburg, G., a.a.O., S. 18.

2) Rittershausen, H., a.a.O., S. 78.

viele Bezugsrechte, deren Erlös er zum Erwerb neuer Aktien aus den restlichen Bezugsrechten benötigt. Mecklenburg weist an Hand eines Beispiels nach, daß der Kurswert seines Investments unverändert bleibt, wobei der Aktionär weder Kapital zuschießt noch solches herauszieht, sein investiertes Kapital also ebenfalls unverändert bleibt¹⁾.

Vom Standpunkt der Gesellschaft aus gesehen hat der niedrige Bezugskurs den Nachteil, daß ihr relativ wenig Barmittel zugeführt werden. Geht man von einem festen Kapitalbedarf aus, dann muß die Unternehmungsleitung bei niedrigem Ausgabekurs eine stärkere Erhöhung des nominellen Kapitals vornehmen als bei höherem Ausgabekurs. Oder - wiederum konstanten Kapitalbedarf vorausgesetzt - je niedriger der Bezugskurs desto stärker die Verwässerung. Aber, je höher das aufgenommene Kapital desto höher wird die absolute Dividendensumme in der Zukunft sein müssen, wenn der Dividendensatz nicht herabgesetzt werden soll²⁾. In dieser Arbeit wird von dieser Prämisse mehrmals ausgegangen, die allerdings durch Beispiele aus der Praxis zu widerlegen wäre. Doch zahlreiche Autoren glauben, wie noch darzulegen sein wird, daß die Unternehmungsleitungen interessiert sind, die alten Dividendensätze beizubehalten. Rittershausen weist darauf hin, daß "eine übermäßige Rendite, wenn sie nicht ausdrücklich beabsichtigt ist, nicht ohne Folgen verkraftet werden kann"³⁾.

Für die Gesellschaft gilt weiterhin zu beachten, daß die Zuführung zu den Rücklagen umso geringer sein wird, je näher der Ausgabekurs der jungen Aktien am Parikurs zu liegen kommt. Auf Rücklagen aber braucht keine Dividende gezahlt zu werden. Hofe empfiehlt deshalb, es den Amerikanischen Unternehmungen gleich zu tun, die zu einem Kurs

1) Vgl. Mecklenburg, G., a.a.O., S. 23.

2) Vgl. Rittershausen, H., a.a.O., S. 87 f.

3) Ebd., a.a.O., S. 88.

emittieren, der nur wenig unter dem Börsenkurs liegt. Das Agio wird dabei in die Rücklage eingestellt¹⁾.

Hauck schreibt hierzu: "Der Streit um die Einteilung des von der Gesellschaft benötigten Kapitals in Nominalkapital und Rücklagen, der Streit also um die Höhe des Emissionskurses ist im Grunde nichts anderes als ein Streit um die Höhe zukünftiger Dividenden. Man wird es deshalb einer Verwaltung nicht verübeln können, wenn sie die Zukunft vorsichtiger beurteilt und im Falle einer Kapitalerhöhung das Nominalkapital weniger stark aufstockt, in dem sie den Bezugskurs entsprechend hoch wählt, die aufzunehmenden Mittel also zum Teil den Rücklagen zuführt"²⁾.

314. Wirkung auf die Interessenten der Aktiengesellschaft

Es ist nun darzustellen, wie ein Interessent der Gesellschaft eine solche Kapitalerhöhung sieht, was er dabei empfindet, was er sich erhofft bzw. was er sich unter einer Kapitalerhöhung dieser Art vorstellt. Zunächst soll der Aktionär als einer der Hauptvertreter der Personenkreise betrachtet werden, die sich für eine Aktiengesellschaft und für deren Finanzbereich im besonderen interessieren.

1) Vgl. von Hofe, E., Eigenkapitalversorgung der Unternehmungen, in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), Planmäßige Finanzierung der Unternehmungen, Vorträge der Düsseldorfer Tagungen vom 9. und 10.4.1964, Berlin 1964, S. 108.

2) Hauck, M., Hohe Bezugskurse - keine Strafe für den Aktionär? in: Blick durch die Wirtschaft Nr. 54 vom 4.3.1960, S. 2.

3141. Beim Aktionär

Deuss unterteilt den Personenkreis der Aktionäre in drei Kategorien: "den unternehmerischen Aktionär, den anlagensuchenden Aktionär und den spekulierenden Aktionär"¹⁾.

Da die Interessen bei den unternehmerischen Aktionären und spekulierenden Aktionären viel zu individuell und damit differenziert sind, soll hier lediglich die Kategorie der Anlageaktionäre untersucht werden. Dieser Anlageaktionär "ist in der Regel mit dem Kleinaktionär identisch"²⁾ und dürfte somit das Aktionärspublikum der großen Gesellschaften repräsentieren. Nur bei Gruppen, die durch eine große Anzahl von Personen infolge gleicher Interessen gebildet werden, ist es sinnvoll, ein Erscheinungsbild zu untersuchen.

Der Anlageaktionär hält Sparen in Aktien für krisensicherer und wertbeständiger als Sparkonten. Vor allem erhofft er eine maximale Rendite, und unter Umständen auch Spekulationsgewinne³⁾.

Die Anleger streben möglichst große monetäre Erfolge an, sowohl in Form von Dividenden als auch in Form von Wertsteigerungen, wobei Hielscher den Kursgewinnen größeres Gewicht beimißt⁴⁾. Wenn auch kurzfristig Dividendenüberlegungen im Vordergrund stehen mögen⁵⁾, so steht dennoch außer Zweifel, daß der Anleger die Aktie

1) Deuss, P., Das Auskunftsrecht des Aktionärs, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München und Berlin 1962, S. 167.

2) Ebd. a.a.O., S. 169.

3) Vgl. Hornef, H., Überforderter Kleinaktionär, in: Der Volkswirt, 13. Jg., 1959, H. 6, S. 229.

4) Vgl. Hielscher, U., Das optimale Aktienportefeuille, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1969, S. 116 f.

5) Vgl. Muthesius, V., Aktienflaute - warum?, in: ZfgK, 18. Jg. 1965, H. 6, S. 203 f.

aus Ertragsabsichten kauft und hält¹⁾. Warum der Durchschnittsaktionär sein Augenmerk vornehmlich den monetären Zielen hinwendet, liegt wohl auch in der geringfügigen Einflußnahme auf die Willensbildung der Gesellschaft²⁾.

"Sei es auf Grund ihrer allgemeinen Lebensverhältnisse, der Zugehörigkeit zu einem nicht wirtschaftlichen Berufsstand, höheren Alters, sei es auf Grund der realistischen Erkenntnis, daß wegen der relativen Geringfügigkeit des ihnen als Einsatz zur Verfügung stehenden Betrages ihre Mitbestimmungsrechte ohnehin kaum einen ausschlaggebenden Umfang aufweisen können, ist diesen Aktionären hauptsächlich an einer sicheren und gewinnbringenden Anlage ihres nicht benötigten Kapitals gelegen"³⁾. Das Wunschbild, das dieser Anlage- oder Daueraktionär sich von seinem Aktienbesitz macht, verlangt also hohe Ertragskraft und Wertbeständigkeit. Ein weiteres Streben des Aktionärs gilt also der Sicherheit seiner Kapitalanlage. Dies ergibt auch eine Untersuchung, welche der Beratungsdienst für Anleihen von Bund, Bundesbahn und Bundespost anstellte⁴⁾. "Risiken müssen bei jeder Kapitalanlage in Kauf genommen werden ..." ⁵⁾. Aber der Wunsch, das Risiko zu verringern, ist jedem Anleger zu eigen⁶⁾. "Der Daueraktionär erstrebt eine gleichbleibende Dividende bei realer Erhaltung seines eingelegten

1) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 121; vgl. Kruk, M., War der DEA-Kurs falsch?, in: FAZ, Nr. 99, vom 29.4.1966, S. 33.

2) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 123.

3) Deuss, P., a.a.O., S. 169.

4) Vgl. o.V., "Sicherheit" bei Kapitalanlagen gesucht, in: Handelsblatt Nr. 171, vom 7.9.1966, S. 19.

5) Hielscher, U., a.a.O., S. 129.

6) Vgl. ebd., S. 129.

Kapitals"¹⁾. Die Aktien, die er besitzt, sollen sich durch eine gute Effektivverzinsung auszeichnen, sowie werterhaltend, wenn nicht wertsteigernd sein.

"Die Frage jedoch, welche Anlegerkreise die hohe Effektivverzinsung der Substanzanreicherung vorziehen, ist nicht einheitlich zu beantworten"²⁾. Jedenfalls spricht die Tatsache allein, daß der Aktionär die Substanzanreicherung vorzieht, nicht für die Annahme eines Großaktionärs. Ein Großaktionär hat deshalb Wertsteigerungen lieber als Ausschüttungen, weil die sich ergebenden Kursgewinne meistens steuerfrei sind³⁾. Aber auch der Dauer- oder Durchschnittsaktionär hat ein Argument für die Substanzanreicherung. "Je geringer die Barausschüttung im Verhältnis zum sonstigen Einkommen ist, desto weniger Bedeutung dürfte ihr (der Verfasser: gemeint ist die Dividende) zukommen. Dies scheint zunehmend beim Durchschnittsaktionär der Fall zu sein"⁴⁾.

Ein Image bilden sich die Mitglieder der Teilöffentlichkeiten dadurch, daß die verschiedenen hier zu besprechenden Finanzierungsmaßnahmen in ihrer Bedeutung und Wirkung auf die persönliche Bedarfssphäre und die

1) Schwantag, K., Aktiengesellschaft - AG. in wirtschaftlicher Hinsicht, in: Beckerath, E. u.a. (Hrsg.), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, 1. Band, Verlag Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen 1956, S. 145.

2) Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, in: Das Wertpapier 1965, H. 9, S. 764.

3) Vgl. Harden, J., Die Popularisierung der Aktie in den USA, in: Der Volkswirt, 6. Jg., 1952, H. 19, S. 9; vgl. Krahen, J., Vermögensanlage in deutschen Aktien, in: Zimmerer, C. (Hrsg.), Handbuch der Vermögensanlage, Frankfurt/M 1964, S. 125.

4) Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 764.

Interessen der Beobachter projiziert werden. Die Ziel-
funktion der Aktionäre stellt die persönliche Erlebnis-
sphäre der Beobachter dar, die zur Erstellung eines
Image nötig ist. Eine image-bewußte Unternehmenslei-
tung wird sich daher laufend darüber informieren, ob
und inwieweit ihre Maßnahmen - hier die Kapitalerhöhung
durch Baremission - den Interessen der Beobachter ent-
spricht, damit sie nötigenfalls diese Maßnahmen über-
prüfen und korrigieren kann¹⁾. Krahnenn nennt diese
Funktion zwischen Verwaltung und Aktionär "Interessen-
verknüpfung"²⁾.

In den folgenden Abschnitten soll die ordentliche Kapi-
talerhöhung unter dem Aspekt untersucht werden, wie der
Beobachter sie sieht, wie er sie versteht und wie er sie
in seine Interessensphäre einordnet. Es ist nicht ver-
wunderlich, wenn der Aktionär beim Bekanntwerden von
Kapitalerhöhungsabsichten der Gesellschaft, an welcher
er beteiligt ist bzw. sich beteiligen möchte, sein Augen-
merk auf die Ertragskraft der Gesellschaft lenkt. Denn,
wenn sein Hauptinteresse den künftigen Erträgen gilt,
"dann führt das zu einer eingehenden Analyse der gegen-
wärtigen und der zukünftigen Ertragskraft der Gesell-
schaft"³⁾.

Der Wert der Aktien liegt in der Ertragskraft⁴⁾ und
Aktienbewertung hängt von der Bewertung der Zukunft ab⁵⁾.

1) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 241.

2) Krahnenn, J., Vermögensanlage in deutschen Aktien, in:
Zimmerer, C. (Hrsg.), Handbuch der Vermögensanlage,
Frankfurt/M. 1964, S. 120.

3) Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, in: Deutsche
Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), Probleme
des Kapitalmarktes - zielbewußte Finanzierung, Berlin
1966, S. 37.

4) Vgl. Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 46

5) Vgl. ebd., S. 39.

Trotzdem wird der Aktionär zunächst die Dividenden-ausschüttungen vergangener Jahre besehen. "Wenn man eine Aktie bewertet, so wird man in der Regel ausgehen von der gegenwärtigen Ertragskraft der Gesellschaft. Dann ermittelt man den Trend der Vergangenheit und versucht sich über die Zukunftsaussichten ein Bild zu machen"¹⁾. "The price of common stocks will depend, therefore, not so much on past or current earnings in themselves as upon what the security-buying public thinks the future earnings will be"... "The accepted idea that a common stock should sell at a certain ratio to its current earnings must be considered more the result of practical necessity than of logic"²⁾.

31411. Vermutung guter Ertragsaussichten

Waren die Dividendenausschüttungen vergangener Jahre gering, dann ist das Klima für eine Emission neuer Aktien ungünstig. Die Verwaltung müßte dann den Zweck der Kapitalerhöhung beispielsweise für Neuinvestitionen hervorheben, die ihrerseits geeignet sind, die Ertragslage der gesamten Gesellschaft zu verbessern.

Waren dagegen die Dividenden vergangener Jahre hoch, dann wird sich der Aktionär nur versichern bzw. versuchen, in Erfahrung zu bringen, ob diese letzten Dividendensätze auch in der Zukunft gehalten werden können, also ob auch für das zusätzliche Kapital dieser gute

1) Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 36.

2) Graham, B. and Mc Golrick, C., The Interpretation of Financial Statements, Harper & Row Publishers, New York usw. 1964, S. 66.

Ertrag erwartet werden kann. Das bedeutet also, der Aktionär beurteilt zunächst die Aktie und ihren Wert nach der gesamten Ertragslage der Unternehmung, und damit auch den Wert der neu zu begebenden Aktien. Da nun bei der Beurteilung der Aktien und damit auch für das Gelingen einer Kapitalerhöhung die Dividenden und Dividendenerwartungen von so ausschlaggebender Bedeutung sind¹⁾, wird die Vorstandschaft u.U. in ihren Publikationen auf eine ertragreichere Zukunft hinweisen. Rittershausen schreibt hierzu: "Die Kapitalerhöhungen zwingen nämlich den Vorstand nach jahrelang im Interesse der Gewinnthesaurierung abgegebenen zurückhaltenden Berichten, sich plötzlich optimistischer zu äußern, um die Aktionäre zur Ausübung des vorgeschlagenen Bezugsrechts bzw. die Außenstehenden zum Erwerb von Bezugsrechten anzuregen Denn das erhöhte Kapital wird in Zukunft bei gleichem prozentualen Dividendenaufwand einen erhöhten Dividendenbetrag erfordern Da Nachrichten Fakta sind, nach denen sich die Aktionen der Nachrichtenempfänger, hier der Kapitalanleger, wie überhaupt der Marktparteien, richten, ist der neu gegebene Einblick in eine bessere - wenn auch alte - Gewinnsituation eine für den Aktionär neue Tatsache, durch die ein höherer Kurs der Aktie an der Börse entsteht. Es werden gewissermaßen verborgene Schätze gehoben"²⁾. Da sich eine Vorstandschaft darüber im klaren ist, daß eine Kapitalerhöhung verbunden ist mit einem erhöhten Dividendenbetrag bei gleichem Satz, wird sie

1) Vgl. Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 763.

2) Rittershausen, H., a.a.O., S. 82.

im allgemeinen eine Baremission nur im Falle guter Ertragslage oder -aussichten durchführen¹⁾. Dies ist einer der Gründe, warum die Börse meistens mit Kurssteigerungen reagiert und warum auch der Aktionär sich positiv zu einer Kapitalerhöhung stellt. "... and most corporations which utilize stock rights possess a representative surplus account. The surplus is the evidence of past profits and may in itself indicate a need of funds for expansion purposes; i.e. the good earnings may be a barometer of profit opportunities which have not been fully developed"²⁾.

Der Anleger wird die Bekanntgabe von Bezugsrechten regelmäßig mit guten Ertragsaussichten assoziieren. Damit aber werden - insbesondere beim Kleinaktionär - die Erwerbsinteressen des Anlegers erfüllt. Diese sind nach Dülfer auf einen maximalen Ertrag der Anlage gerichtet³⁾.

Doch auch das Sparermotiv des Aktionärs findet seine Erfüllung. Wenn die Maßnahme der Kapitalerhöhung auf eine gesicherte Ertragskraft der Unternehmung in der Zukunft schließen läßt, dann weist dies auch auf eine Wertbeständigkeit der Aktien und des Investments der Anleger hin. Wie wichtig die Ertragskraft der Unternehmung für den Wert der Aktien ist, läßt Biedenkopf in seinen Ausführungen zur Price-earnings ratio erken-

-
- 1) Vgl. Schrempf, C., Geld richtig anlegen, Verlag Moderne Industrie, München 1955, S. 182.
 - 2) Husband, W. and Dockeray, J., Modern Corporation Finance, 4. Aufl., R.D. Irwin, Inc. Homewood Illinois, 1957, S. 361.
 - 3) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 84.

nen¹⁾. Für die Ermittlung dieser Price-earnings ratio kommt es besonders auf die zukünftige Ertragsentwicklung an, und weniger auf die Erträge der Vergangenheit²⁾. Die Bekanntgabe von Bezugsrechten gibt gerade Aufschluß über die zukünftige Gewinnentwicklung der Gesellschaft.

Offensichtlich werden mit der Erklärung einer ordentlichen Kapitalerhöhung die Interessen nicht nur der Unternehmung sondern auch der Anteilseigner vertreten. Diese Herbeiführung der Interessenidentität fördert ein positives Image; denn die physische Wahrnehmung der Erklärung der Kapitalerhöhung deckt sich mit der Interessenstruktur des Beobachters. Wenn dies erreicht ist, so wird der Aktionär auch weiterhin sein Vertrauen der Gesellschaft entgegenbringen und neue Aktien zeichnen, sofern er von sich aus dazu in der Lage ist.

31412. Bezugsrecht ein "Geschenk" der Gesellschaft

Eine weitere Beurteilung der Kapitalerhöhung und damit der Gesellschaft geht von der Gestaltung des Bezugsrechts bzw. des Bezugskurses aus. Wie bereits dargelegt, bedeutet das Bezugsrecht für den Inhaber der alten Aktie ebenso wie der tatsächliche Bezug der neuen Aktien vermögensmäßig weder einen Vorteil noch einen Nachteil. Die Kapitalerhöhung ist letztlich für den beziehenden "alten" Aktionär nur eine Verschiebung zwischen seinem Anteil an

1) Vgl. Biedenkopf, D., Die Price-earnings ratio - ein Wertmesser für Aktien, in: Das Wertpapier, Jg. 1964, H. 10, S. 820 ff.

2) Vgl. ebd., S. 822.

alten Aktien und seinem Anteil an jungen Aktien¹⁾. Veräußert der "alte" Aktionär sein Bezugsrecht, bezieht er also keine neuen Aktien, dann ist dieser Erlös gewissermaßen der Preis für eine Verwässerung der alten Aktie; der "Substanzwert" der alten Aktie wird geringer. Es wird also praktisch ein gewisser Teil der Aktie verkauft. Rittershausen nennt diesen Vorgang "einen Teilverkauf seiner Substanz"²⁾ bzw. "eine Form der Ausschüttung"³⁾ wobei er davon ausgeht, daß die Reserven, welche der Aktie zugewachsen sind, aus Gewinnen gebildet wurden, die nicht zur Ausschüttung gelangten. Hauck schreibt: "Je höher der Bezugsrechterlös, umso höher die Liquidisierung des Vermögens des nicht beziehenden Aktionärs"⁴⁾.

Trotz dieser Tatsachen wird in Aktionärskreisen die Bekanntgabe von Bezugsrechten im Zusammenhang mit Kapitalerhöhungen als etwas Angenehmes und Willkommenes, als ein "Geschenk"⁵⁾ empfunden. Dies hat wohl seinen Grund im psychologischen Bereich; je einfacher, klarer und augenfälliger ein Sachverhalt erscheint, desto mehr macht ihn sich die menschliche Vorstellungskraft zu eigen. Die Auffassung, daß die Neigung, das Bezugsrecht als zusätzliche Dreingabe zu verstehen, im psychologischen Bereich seine Ursachen hat, scheint in der betriebswirtschaftlichen Literatur allgemein verbreitet zu sein.

Einige Stimmen mögen das erhärten: "Aber quotenmäßig hat er sich verschlechtert. Er ist nur noch halb so stark

1) Vgl. Hauck, M., Hohe Bezugskurse, a.a.O., S. 2.

2) Rittershausen, H., a.a.O., S. 78; vgl. Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 43.

3) Rittershausen, H., a.a.O., S. 78.

4) Hauck, M., Hohe Bezugskurse, a.a.O., S. 2.

5) Rittershausen, H., a.a.O., S. 78.

beteiligt (Bezugsverhältnis 1 : 1). Infolge der "Musik" des Börsenspiels, d.h. des bereitwilligen Eingehens vieler Beteiligter auf kleine Täuschungen und der Bereitschaft anderer Beteiligter (der Vorstände der Gesellschaften), gewisse Tabus zu lockern, steigt der Kurs gleichzeitig bei etwas Optimismus, so daß alle oder die Mehrzahl der Beteiligten einige Tage oder Monate lang mehr haben, bis das Ereignis vergessen ist, und Korrekturen erfolgen"¹⁾.

"Zwar kann ein hohes Bezugsrecht immer nur aus dem Fleisch der alten Aktien geschnitten werden. Aber, da es viele Leute gibt, die sich an dem Wert eines Bezugsrechts mehr freuen, als sie sich durch den entsprechenden Kursfall der alten Aktien betrüben lassen, ist es auch einem besseren Rechenmeister unter den Aktionären einleuchtend, daß man das Insichtkommen wertvoller Bezugsrechte als eine willkommene Erscheinung anzusprechen hat"²⁾. Ein weiteres Moment, warum die Aktionäre eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrecht begrüßen, liegt darin begründet, daß die Kursabschläge, die durch eine Kapitalerhöhung meist auftreten, in der Regel nach kurzer Zeit wieder aufgeholt werden können.

Dies gelingt meist durch Äußerungen seitens der Vorstandschaft der Gesellschaft über eine verbesserte Ertragslage oder durch Festlegung eines unveränderten Dividendensatzes. Der Durchschnittsaktionär faßt also

1) Rittershausen, H., a.a.O., S. 81.

2) Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 134 f.

einen Kursverlust, der durch eine effektive Substanzverringerung seiner Aktie ausgelöst wurde, eher als börsenübliche Schwankung auf und versteht somit den Erlös aus seinem Bezugsrecht als außerordentliche Barleistung. Hax schreibt hierzu: "Die psychologische Wirkung ist allerdings eine andere: Der Aktionär besitzt, wie bisher eine Aktie, deren Kurswert sowieso ständigen Schwankungen unterliegt, er erhält aber unabhängig von der Dividende durch Verkauf seines Bezugsrechts eine außerordentliche Barleistung, die er vor allem dann als einen zusätzlichen Kapitalertrag ansehen wird, wenn der Kurs der Aktie nach der Kapitalerhöhung bald wieder die alte Höhe erreicht"¹⁾. Auch Rittershausen hebt das Mitwirken psychologischer Komplexe hervor: "Wir zeigten aber auch, wie nützlich die sogar bei aufgeklärten Aktionären mitschwingende Vorstellung ist, 'er erhalte etwas' von seiner Gesellschaft (als ob er nicht auch schon vorher zu seinem Bruchteil an dem beteiligt gewesen wäre, was er erhält) und wie förderlich diese Vorstellung für den Finanzierungsvorgang der Kapitalerhöhung ist. Man kann vielleicht sagen, daß die Großartigkeit dieses Beschaffungsmittels für das kostbare Eigenkapital auf diesen psychologischen Komplexen beruht, deren Kultivierung daher durchaus zur Technik der Finanzierung gehört"²⁾.

Aus der Tatsache also, daß der Bezugsrechtswert oft als eine Art "Extr dividende" aufgefaßt wird, erklärt es

1) Hax, K., Langfristige Finanz- und Investitionsentscheidungen, a.a.O., S. 439.

2) Rittershausen, H., a.a.O., S. 84.

sich, daß man eine Kapitalerhöhung umso mehr begrüßt, je höher der Bezugsrechtswert ist bzw. je niedriger der Bezugskurs festgelegt wird, bei einem Bezugsverhältnis, das den Bezug möglichst vieler junger Aktien gewährt. Liegt der Bezugskurs dagegen sehr hoch, d.h. sehr nahe am Tageskurs der alten Aktie - bei gleichem Bezugsverhältnis - dann wird auch der Wert des Bezugsrechts sehr gering, ja fast wertlos. In diesen Fällen fühlen sich die "alten" Aktionäre stark zurückgesetzt und in ihren Interessen übergangen, "sie würden es leicht als absichtliches Beiseiteschieben ihrer Interessen auffassen"¹⁾.

Moxter geht von der Annahme aus, daß die Anteilseigner eine Optimierung des Zahlungsstromes im Zeitablauf anstreben. Dieser Zahlungsstrom wird aus den Ausschüttungen und dem Verkaufserlös von Unternehmensanteilen und ganzen Unternehmen gebildet²⁾. Je mehr aber eine Finanzierungsmaßnahme den Interessen der Beobachter entgegenkommt, desto positiver gestaltet sich das Image. Die Gewinnung eines günstigen Erscheinungsbildes ist Ziel der Imagepolitik der Unternehmung. Öffentliches Vertrauen gewinnt die Unternehmung, wenn es ihr gelingt, ihre Maßnahmen mit den Interessen und Wünschen der Mitglieder der Teilöffentlichkeiten zu koordinieren³⁾. Ungeachtet dessen, ob nun die Bezugsrechte eine Dividende sind oder nicht, kommt es darauf an, wie die objektive Tatsache der Bezugsrechtsgewährung sich in die monetäre Zielfunktion einfügen läßt. Der Aktionär sieht das Be-

1) Rittershausen, H., a.a.O., S. 91.

2) Vgl. Moxter, A., Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung und der Stand der Bilanztheorie, in: ZfbF, 18. Jg., 1966, o.H., S. 38, (Zitierweise: Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung).

3) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 77.

zugsrecht in der Regel als Ertrag und somit wird das Image positiv beeinflußt, wenn der Wert des Bezugsrechts hoch ist.

Über das Instrument des Bezugsrechts bzw. des Bezugs-kurses wird das Finanzierungsmittel der ordentlichen Kapitalerhöhung also durchaus zu einem wirksamen Beeinflussungsmittel für das Image der Gesellschaft bei ihren Aktionären und entsprechend auch bei ihren potentiellen oder zukünftigen Aktionären. Mittels einer Kapitalerhöhung vermag jedoch die Unternehmungsleitung einer Aktiengesellschaft auch noch auf eine andere Weise die Vorstellung und das Erscheinungsbild einer Gesellschaft bei ihren Aktionären zu beeinflussen.

31413. Verstärktes Vertrauen zur Unternehmungsleitung

Es geht dem Aktionär bei der Wahl der Anlagemöglichkeit seines Vermögens nicht nur um die Ertragskraft sondern auch um die Sicherheit. Er sucht nach Möglichkeiten, sein Vermögen dauerhaft und wertbeständig anzulegen. Bei dieser Frage wird oft den Aktien der Vorzug gegeben, weil sie langfristig über Geldwertschwankungen erhaben sind und somit dem Vermögen eine gewisse Immunität gegen inflationäre Einflüsse verleihen. "Dies besonders, wenn bestimmte Erfahrungen, wie die günstige Aufwertung der Aktien nach der Währungsreform von 1948 in Westdeutschland das bestätigen"¹⁾. "Auf die Frage, warum sie gerade Aktien benützen, nannten 41 % der Besitzer von Aktien den Hauptgrund 'sichere Geldanlage'"²⁾.

1) Dülfer, E., a.a.O., S. 87.

2) o.V. "Sicherheit" bei Kapitalanlagen gesucht, a.a.O., S. 19.

Den meisten Aktionären ist klar, daß sie mit dem Kauf der Aktie zum entsprechenden Anteil Teilhaber der Unternehmung geworden sind und sie damit das unternehmerische Risiko des Verlustes ihres Einsatzes, des Kapitals, mittragen¹⁾. Die Aktionäre wissen also, daß die Sicherheit ihrer Einlage weitgehend von der Zuverlässigkeit, der Tüchtigkeit und den Fähigkeiten der Vorstandschaft "ihrer" Gesellschaft abhängt.

Unter diesem Gesichtspunkt kommt der Bekanntgabe von Gründen der Kapitalerhöhung eine beachtliche Bedeutung zu. So kann die Unternehmungsleitung den zusätzlichen Kapitalbedarf mit der Erweiterung der bestehenden Betriebskapazitäten oder mit der Errichtung neuer Betriebe in anderen Gebieten, vielleicht auch in anderen Ländern, oder mit dem Aufbau eines Vertriebsnetzes im Ausland oder mit der Beteiligung an anderen Unternehmungen motivieren. All das wären Gründe, die dem Aktionär zeigen, daß der Vorstand der Aktiengesellschaft gewillt ist, die Marktstellung nicht nur zu halten, sondern vielleicht sogar weiterauszubauen, und daß die Unternehmungsleitung sich auch an der Zukunft orientiert. Sie zeigen dem Aktionär eine Unternehmungspolitik, die offensichtlich geeignet ist, die Erhaltung der Unternehmung zu gewährleisten.

Ein ähnliches Vertrauen zur Unternehmungsleitung gewinnt der Aktionär, wenn im Zusammenhang mit der Kapitalerhöhung die Kostenstruktur günstiger gestaltet werden soll; etwa durch Verbesserung von Herstellungsverfahren oder Modernisierung und Automatisierung der Betriebseinrichtungen. Durch solche Maßnahmen gelingt es der Unternehmung oft,

1) Vgl. Krahn, J., a.a.O., S. 120.

ihre Preise marktgünstig zu gestalten, ja sogar manchmal einen Kostenvorsprung vor dem Konkurrenten zu erzielen. Auch Dülfer weist darauf hin, daß der Aktionär, vor allem der "Sparer"-Aktionär, zusätzliches Vertrauen in die Gesellschaft gewinnt, wenn auf die Beständigkeit der Gesellschaft hingewiesen wird¹⁾. Umgekehrt würde in negativer Richtung eine Kapitalerhöhung wirken, die zum Zwecke der "Sanierung einer Unternehmung durch Zuführung neuer Mittel zur Beseitigung einer Unterbilanz im Anschluß an Kapitalzusammenlegungen erfolgten"²⁾. Im Rahmen der Public Relations Arbeit können positive Begründungen für eine durchzuführende Kapitalerhöhung besonders herausgearbeitet werden. Dadurch wird das Image der Gesellschaft und die Einstellung der Aktionäre zu ihrer Gesellschaft beeinflusst. Daneben weist die Bekanntgabe von Bezugsrechten in der Regel auf eine kluge und weitblickende Geschäftspolitik hin. So schreiben Husband und Dockeray: "Indeed it is not unusual to find that a corporation seeking funds through the issuance of stock rights possesses a relatively large surplus account. This actually neither a legal nor an accounting requirement. However, the condition broadens the base of the residual equity and is usually interpreted as evidence of prudent management in the past"³⁾. Somit kann allein aus der Tatsache der Kapitalerhöhung durch Neuemission das Vertrauen in die Unternehmungsleitung gefestigt werden.

Maximale Ausschüttungen um jeden Preis etwa um den Preis der Existenzgefährdung der Unternehmung - sind nicht erwünscht. Vielmehr geht es den Aktionären um die künftige

1) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 87.

2) Kalveram, W., a.a.O., S. 43.

3) Husband, W. and Dockeray, J., a.a.O., S. 361.

Sicherung der Gesellschaft. So beinhaltet der Satz Haucks - "Dabei ist die Frage der Sicherung zukünftiger Ausschüttungen für den Anleger in die Betrachtung mit einzubeziehen"¹⁾ - implizit die Aussage, daß es dem Aktionär nicht zuletzt um die Sicherung seines Investments geht. In Frankreich, so hat Esser festgestellt, gilt das Interesse allgemein nicht einer maximalen Ausschüttung, dafür aber umso mehr einer inneren Stärkung des Unternehmens²⁾.

Geht die Erkenntnis einer zuverlässigen und tüchtigen Unternehmensleitung konform mit den Anlegerinteressen, so kann durch diesen Aspekt eine Kapitalerhöhung als Möglichkeit der Imagebeeinflussung gesehen werden.

31414. Höhere Verkäuflichkeit der Aktie

Es wurde bereits dargelegt: Je stärker durch die Gestaltung des Bezugskurses eine Verwässerung der alten Aktien bewirkt wird, desto weiter sinken die Kurse der alten Aktien ab. Insofern gilt namentlich für die große Gruppe der Kleinaktionäre auch diese Tatsache als geeignet, auf das Image, das die Unternehmung bei ihren Kleinaktionären genießt, einzuwirken. Da diese Absicht jedoch in der Regel durch eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln verfolgt wird, soll dieser Punkt der niedrigen Aktienkurse im Kapitel über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln näher behandelt werden.

1) Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 36.

2) Vgl. Esser, J., Zukunftsprobleme des Kapitalmarktes - zielbewußte Finanzierung, in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), Probleme des Kapitalmarktes - zielbewußte Finanzierung, Berlin 1966, S. 13.

3142. Erhöhtes Vertrauen der Gläubiger

Wie bereits dargelegt wurde¹⁾, muß jede Unternehmung auch mit ihren Gläubigern zu einer partnerschaftlichen Zusammenarbeit zu kommen versuchen. Das aber ist nur durch die Herstellung eines gesunden Vertrauensverhältnisses möglich. "Der Unternehmer handelt im Vertrauen auf die Zukunft. Er vertraut darauf, daß er Erfolg haben wird, sonst würde er nicht investieren, und der Bankier vertraut auf ihn, sonst würde er ihm keinen Kredit geben"²⁾.

Ein solches Vertrauen aber wird durch den Nachweis der Interessenidentität, also durch die Entwicklung eines positiven Image erreicht. Wenn die Äußerung und Verlautbarungen seitens der Unternehmung erkennen lassen, daß sie den Interessen der Gläubiger entsprechen, wird die Unternehmung auch beim Personenkreis der Gläubiger ein gutes Firmenimage erzeugen.

31421. Weitblickende Unternehmungs-Politik

Das Interesse der Gläubiger einer Unternehmung gilt ganz allgemein der Erlangung des vereinbarten Zinses und der Rückzahlung des hingegebenen Darlehens zum vereinbarten Zeitpunkt. Darum werden auch alle Gläubiger, ähnlich den Aktionären, solche Maßnahmen positiv aufnehmen, welche der Sicherung der Unternehmung in der Zukunft dienen. Es gibt Gläubiger, die kaum oder überhaupt nicht Einblick nehmen in die Unterlagen einer Gesellschaft, so vor allem kleinere

1) Vgl. S.24.

2) Mellerowicz, K. und Jonas, H., Bestimmungsfaktoren der Kreditfähigkeit, 2. unveränd. Aufl., Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1957, S. 18.

Lieferanten. "Den Lieferanten genügt es in der Regel, wenn Ruf und Ansehen der Unternehmung gut sind und die bisherigen Zahlungsverpflichtungen vereinbarungsgemäß erfüllt wurden"¹⁾. Diese Gruppe von Gläubigern kann hier aber deshalb vernachlässigt werden, weil sie durch organisierte Auskunftsteile oder dank ihrer Bankverbindung jederzeit dieselben Informationen zur Hand haben können, wie der Kreditsachbearbeiter einer Bank.

In der Regel verlangt eine Bank Einblick in die Bilanz der Unternehmung, wenn sie ihr Kredite zur Verfügung stellen soll. Oft kommen sogar von seiten der kreditgebenden Banken die Vorschläge, gewisse Korrekturen an der Kapitalstruktur vorzunehmen - also etwa eine Kapitalerhöhung in einem gewissen Verhältnis - . Bei Krediten über DM 20.000.-- ist das "Kreditinstitut" sogar gem. § 18 KWG verpflichtet, von dem Kreditnehmer die Offenlegung seiner Verhältnisse oder die Einsicht in seine Bilanz zu verlangen²⁾.

Erfährt nun der Gläubiger von der Kapitalerhöhungsabsicht, so hat dies unabhängig von den im Zahlenmaterial sich ergebenden Veränderungen eine positive Auswirkung auf das Image der Gesellschaft. Mellerowicz unterscheidet bei dem Faktor "Vertrauen" zwei Komponenten, das persönliche Vertrauen, also in die Eigenschaften des Unternehmers und das sachliche, in die wirtschaftlichen Aussichten des Betriebes³⁾.

Ganz offensichtlich erfährt durch die Kapitalerhöhungsabsichten das Vertrauen in die persönliche Befähigung der

1) Härle, D., a.a.O., S. 121.

2) Vgl. Hintner, O. und Obst, G., Geld- Bank- und Börsenwesen, 36. vollst. neubearb. Aufl., Poeschel-Verlag, Stuttgart 1964, S. 662 f.

3) Vgl. Mellerowicz, K. und Jonas, H., a.a.O., S. 19.

Unternehmensleitung eine Stärkung. Wie bereits dargelegt wurde¹⁾, ist die Kapitalerhöhung ein Beweis dafür, daß die Unternehmensspitze die Sicherung - u.U. sogar eine Ausweitung - der Marktposition ihrer Gesellschaft anstrebt. Ein solches Zeugnis für den Vorstand einer Aktiengesellschaft kommt den Interessen der Gläubiger entgegen. "Das Vertrauen in die persönlichen Eigenschaften des Kreditnehmers und in seine Fähigkeiten, das ihm anvertraute Geld sachgemäß zu verwalten und zurückzuzahlen ist der primäre und bedeutsamste Faktor bei der Entscheidung über die Gewährung eines Kredites"²⁾. Nur wenn die kreditnehmende Aktiengesellschaft auch für die Zukunft gesichert ist, kann sie die Rückzahlung des hingegebenen Kapitals gewährleisten. "Die wirtschaftliche Zukunft des Betriebes hängt in erster Linie von den Fähigkeiten der Betriebsleitung ab"³⁾.

31422. Verbesserte Zukunftsaussichten

Bei größeren Gesellschaften, insbesondere bei Kapitalgesellschaften erfährt das Vertrauen in die wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmung immer mehr den Vorzug gegenüber dem persönlichen Vertrauen. Wenn man vom Realcredit, der durch irgendwelche Grundpfandrechte abgesichert ist, absieht, so wird der "Unternehmenskredit im Hinblick auf die Kreditwürdigkeit eines Wirtschaftsunternehmens gegeben, wobei man von der Person des oder der gegenwärtigen Inhaber oder Leiter mehr oder minder abstrahiert. Diese Kreditwürdigkeit wird nicht nur statisch nach dem gegenwärtigen Vermögen, der gegenwärtigen Kapitalstruktur, der gegenwärtigen Liquiditätsstruktur, den gegen-

1) Vgl. S. 75 f.

2) Mellerowicz, K. und Jonas, H., a.a.O., S. 15.

3) Ebd., S. 15.

wärtigen Umsätzen und Gewinnen beurteilt, sondern vor allem dynamisch nach der bisherigen und für die Zukunft zu erwartenden Entwicklung des Unternehmens selbst und des Wirtschaftszweiges, dem es angehört, nach den Aussichten, die es auch bei Wegfall der gegenwärtigen Unternehmungsleitung unter normal wirtschaftenden anderen Leitern hat. Dies ist bei Krediten an Kapitalgesellschaften und bei allen langfristigen Krediten von wesentlicher Bedeutung"¹⁾. Kapitalerhöhungsabsichten lassen, wie bereits dargestellt wurde²⁾, auf eine Sicherung der Marktposition der Unternehmung schließen. Sie erlauben Aussagen über die Zukunftschancen der Unternehmung; damit ist die Kapitalerhöhung ein wichtiges Beurteilungskriterium für den potentiellen Kreditgeber³⁾.

Die ordentliche Kapitalerhöhung stellt also unter dem Gesichtspunkt der Zukunftsaussichten eine Maßnahme dar, die geeignet ist, das Vertrauen der Kreditgeber in die wirtschaftlichen Aussichten der Unternehmung zu festigen. Die Gläubiger sehen unter diesem Aspekt ihre Interessen und Absichten erfüllt. Dadurch wird die Entstehung eines positiven Image gefördert.

31423. Expansive Geschäftsbeziehungen

Diese Wirkung wird in dem Maße noch verstärkt, wie die Lieferanten und Banken sich durch die geplante Kapitalerhöhung eine Ausweitung ihres Geschäfts und ihrer Be-

1) Steffan, F., Industriefinanzierung im Realkredit, in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft, (Hrsg.), Planmäßige Finanzierung der Unternehmungen, Vorträge der Düsseldorfer Tagungen vom 9. und 10.4.1964, Berlin 1964, S. 45 f.

2) Vgl. S. 75 f.

3) Vgl. Härle, D., a.a.O., S. 108.

ziehungen zu dieser Aktiengesellschaft versprechen. Banken können aufgrund des größeren Eigenkapitals das Kreditengagement erweitern. Lieferanten erwarten größere Bestellungen, vielleicht sogar langfristige Lieferverträge oder eine anderweitige Intensivierung der Beziehungen.

Die Interessen der Gläubiger - in der Regel Gewerbetreibende - sind nicht nur auf die Wiedergewinnung ihres hingegebenen Kapitals und die Erlangung von Zinsen gerichtet, sondern auch auf die Ausübung ihrer Geschäftstätigkeit und womöglich auf deren Ausweitung. Dies kann sowohl für Lieferanten wie für Geschäftsbanken behauptet werden. Insofern kann, insbesondere bei den Banken, deren Kreditengagement mit dem Anwachsen des Grundkapitals ebenfalls erhöht werden kann, in der Kapitalerhöhung die Wahrnehmung und Erfüllung der Gläubigerinteressen gesehen werden.

31424. Erhöhtes Garantiekapital

Zweifellos übernimmt das Eigenkapital eine Garantie gegenüber dem Fremdkapital für dessen rechtzeitige vereinbarte Rückzahlung. Unter dem Aspekt des infolge der Kapitalerhöhung höher gewordenen Garantiekapitals kann die Unternehmung auch wieder mehr Fremdkapital aufnehmen. Diese Aussage hat zwar einen wahren Kern; sie kann jedoch nicht ganz so lapider ausgesprochen werden, wie unten noch genauer erläutert wird. Aber für das Image bei denjenigen Gläubigern, die in wirtschaftlichen Dingen nur durchschnittlich geschult sind, wie etwa Obligationäre, ist die Tatsache des höheren Garantiekapitals von großer Bedeutung. Unter dem psychologischen Komplex von Vorstellungsbildern, Ideen oder Wünschen neigen die Beobachter im Prinzip zur Vereinfachung. Sie

erfassen zuerst das Typische eines Objekts wie bereits nachgewiesen wurde¹⁾. Sie begreifen zunächst das Typische einer Kapitalerhöhung, nämlich, daß die Unternehmung zusätzliche Mittel erhält und damit reicher und somit auch die Kreditwürdigkeit oder die Obergrenze der Kreditfähigkeit angehoben wird.

Wenn aber das Garantiekapital erhöht wurde, dann beurteilen diese Gläubiger das so, als würde ihrem Wunsch nach Sicherheit und rechtzeitiger Rückzahlung des hingegebenen Kapitals entsprochen. Die Wahrnehmung der Gläubiger von der Kapitalerhöhungsmaßnahme deckt sich mit ihren Interessen. Daraus ergibt sich eine positive Imageveränderung. "Da das Eigenkapital als Garantie für das Fremdkapital dient, betrachtet der Gläubiger, wie überhaupt jeder die Unternehmung von außen Beurteilende, ein hohes Eigenkapital verglichen mit dem Fremdkapital als günstiger"²⁾.

Insiders - Dülfer weist darauf hin, daß kreditgebende Banken oft ihre Vertreter in den Aufsichtsrat der kreditnehmenden Gesellschaften entsenden und somit wie Insiders gestellt sind³⁾ - oder kaufmännisch besser Geschulte, werden diese Dinge in der Regel nicht ganz so einfach und oberflächlich beurteilen.

Für die Rückzahlbarkeit eines hingegebenen Kapitals ist nicht allein die Vermögenslage von Bedeutung, sondern viel eher die finanzielle Situation, die Liquidität der Unternehmung. "Die Notwendigkeit stets ausreichender Liquidität verlangt also von der Unternehmung die Auswahl der Finanzierungsmittel in der Form zu treffen, daß die für die Tilgung

1) Vgl. S. 28.

2) Töndury, H. und Gsell, E., a.a.O., S. 62.

3) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 147.

der Kapitalien erforderlichen Ausgaben in keinem Zeitpunkt höher sind, als die ... hierfür zur Verfügung stehenden Barmittel und Einnahmen" ¹⁾. Auch Moxter weist darauf hin, daß es den Partnern der Unternehmung nicht auf die Vermögenslage ankommt sondern auf die Zahlungsströme ²⁾.

Da der Fremdkapitalgeber in erster Linie an der Verzinsung des hingegebenen Kapitals und an der Rückzahlung des Kapitals selbst interessiert ist, und erst in zweiter Linie am Unternehmen selbst, bezeichnet Sandig das Fremdkapital auch als nicht interessiertes Kapital ³⁾. Damit aber, sagt Sandig, "liegt im Vorhandensein von Eigenkapital in ausreichender Höhe zwar eine Möglichkeit zur Erlangung von Fremdkapital zugleich aber auch eine erste Begrenzung der Aufnahme wegen des Nichtinteresses" ⁴⁾. Auch Hintner weist auf die Problematik der Aussage hin, die Größe des Eigenkapitals wäre allein der Maßstab für die Aufnahme von Fremdkapital ⁵⁾. Trotz dieser Bedenken von betriebswirtschaftlicher Seite kann man aber behaupten, daß die Erhöhung der Eigenkapitalgröße in der Bilanz einer Aktiengesellschaft sich auf das Image der Gesellschaft dennoch bei vielen Kreditgebern so auswirken wird, daß diese mehr Vertrauen zur Gesellschaft haben werden. Das Verhältnis von Kapitalbeschaffung und Kapitalverwendung verbessert sich regelmäßig. "Je niedriger das Fremdkapital im Verhältnis zum Eigenkapital ist, umso sicherer ist im allge-

1) Härle, D., a.a.O., S. 78.

2) Vgl. Moxter, A., Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung, a.a.O., S. 51.

3) Vgl. Sandig, C., Finanzierung mit Fremdkapital, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1965, S. 14.

4) Ebd., S. 20.

5) Vgl. Hintner, O., Eigen- und Fremdkapital, a.a.O., S. 82.

meinen die finanzielle Lage der Unternehmung"¹⁾. Meistens aber wird der Gläubiger zur Bestimmung der Kreditfähigkeit nur bei kurzfristigen und kleineren Krediten dieser Betrachtungsweise den Vorzug geben²⁾. Für große Publikums-gesellschaften, bei denen die Kreditengagements regelmäßig größeren Umfangs sind, wird mehr auf die Ertragskraft der Unternehmung als Kriterium der Kreditfähigkeit geachtet. Somit tritt dieser Gesichtspunkt der Erhöhung des Grundkapitals als Beeinflussungsmöglichkeit des Image bedeutungs-mäßig zurück.

31425. Erhöhte zukünftige Gewinne

Begibt eine Gesellschaft junge Aktien zu einem günstigen Bezugskurs, so daß sich ein Wert für das Bezugsrecht ergibt, so wird allgemein daraus geschlossen, daß in Zukunft höhere Beträge ausgeschüttet werden. "Setzt man die Dividendenkontinuität als unantastbar voraus, dann kann es sich also nur eine ertragstarke Gesellschaft leisten, ein attraktives Bezugsrecht herauszubringen"³⁾. "Wenn der Gedanke der Dividendenkontinuität bestimmend ist, kann natürlich das Ausmaß der Grundkapitalerhöhung, also die Aufteilung der zufließenden Mittel auf Grundkapital und Rücklagen die absolute Höhe der Ausschüttungen für die Zukunft präjudizieren, ein Gedanke der bei der Kapitalerhöhung der BASF zweifellos eine Rolle gespielt hat"⁴⁾. Damit wird die ordentliche Kapitalerhöhung in den Augen der Gläubiger zu

1) Kolbe, K., a.a.O., S. 100.

2) Vgl. Mellerowicz, K. und Jonas, H., a.a.O., S. 167.

3) Früh, E., a.a.O., S. 192.

4) Schütz, A., Bezugsrecht und Vermögen des Aktionärs, in: Der Volkswirt, 13. Jg., 1959, 4. Quartal, H. 50, S. 2650 f.

einem Indiz für eine ertragstarke und gesicherte Unternehmung. Diese Finanzierungsmaßnahme ist also geeignet die Einstellung der Gläubiger zur Gesellschaft positiv zu gestalten, weil sie eine Deckung herbeiführt zwischen den Unternehmerinteressen und denen der Gläubiger.

Aber eine Kapitalerhöhung, die aus Gründen der Dividendenpolitik vorgenommen wird, übernimmt mehr die Aufgabe einer Verwässerung des Aktienkapitals als eines Finanzierungsmittels. Dieser Tatbestand ist aber noch weit klarer bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln erfüllt. Deshalb soll dieses Indiz einer ertragreichen Unternehmung im Rahmen der nominellen Kapitalerhöhung¹⁾ noch einmal behandelt werden.

32. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Neben der Kapitalerhöhung durch Baremission gibt es die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Es ergeben sich anlässlich der von den Gesellschaften geübten Selbstfinanzierung oft erhebliche Spannungen zwischen den Verwaltungsorganen und den Anteilseignern²⁾. Wie der Verlauf vieler Hauptversammlungen zeigt³⁾, sind die Interessen der Aktionäre oft auf möglichst hohe Dividenden gerichtet die der Unternehmensleitungen hingegen auf Stärkung der Eigenmittel der Gesellschaft. Es ist durchaus denkbar, daß die Aktionäre zumindest zeitweilig dem Renditedenken den Vorzug geben und möglichst hohe Dividenden erstreben⁴⁾.

1) Vgl. Kapitel 32323.

2) Vgl. Prion, W., Selbstfinanzierung der Unternehmungen, Verlag von Julius Springer, Berlin 1931, S. 26.

3) Vgl. o.V., Volkswagen vertröstet Aktionäre auf nächstes Jahr, in: SZ, Nr. 159, vom 4.7.1969, S. 25.

4) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 119 f.

Generell muß man unterscheiden zwischen Wachstumsgesellschaften und zyklischen oder statischen Gesellschaften. Die Aktionäre letzterer sind regelmäßig dem Renditedenken zugeneigt. Doch auch dem Verhalten der Inhaber von Wachstumspapieren muß das Interesse an möglichst hohen Dividenden nicht unbedingt widersprechen, wenn man bedenkt, daß die Dividende als Indiz für die Ertragsentwicklung gewertet werden kann¹⁾. Aber die nominelle Kapitalerhöhung, die sehr eng verbunden ist mit dem Begriff der Selbstfinanzierung und deshalb im Rahmen der internen Finanzierungsmaßnahmen zu behandeln ist, kann geeignet sein, diese Interessengegensätze auszugleichen und somit das Image der Gesellschaft positiv zu beeinflussen.

Es ist nicht gerechtfertigt, zu behaupten, daß durch die Umwandlung der aus thesaurierten Gewinnen gebildeten Rücklagen in Grundkapital erst die Selbstfinanzierung vollzogen wäre. Allein die Bildung der Rücklagen genügte schon für das Vorlegen dieses Tatbestandes.

Doch ist mit Sicherheit die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln als Public Relations Maßnahme vielmehr geeignet, das Image der Gesellschaft positiv zu gestalten, als eine bloße Rücklagenbildung. Die Gewährung von Gratisaktien bietet eher Informationen oder stellt selbst eine solche dar, die für eine Urteils- oder Willensbildung der Beobachter erforderlich sind²⁾. Deshalb sei in dieser Arbeit die nominelle Kapitalerhöhung im Rahmen der Selbstfinanzierung behandelt.

1) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 120 f.

2) Vgl. Illetschko, L., a.a.O., S. 414; vgl. S. 36.

Die nominelle Kapitalerhöhung wurde 1959 gesetzlich geregelt und zwar im Rahmen der sog. kleinen Aktienrechtsreform. Bis dahin wurde die Kapitalerhöhung als eine besondere Art der Gewinnausschüttung behandelt und damit steuerlich so hoch belastet, daß sie kaum von einer Gesellschaft durchgeführt wurde¹⁾. Der Teil des Gesetzes von 1959, der die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln regelte, ist mit geringfügigen Änderungen in das neue Aktiengesetz von 1965 mit den §§ 207 bis 217 übernommen worden.

321. Gründe der Ausgabe von Gratisaktien

Es gibt verschiedene Beweggründe, warum eine Gesellschaftsleitung eine Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln durchzuführen beabsichtigt.

3211. Mißverhältnis von Kapital und Vermögen

Ein wichtiger Grund ist wohl die Beseitigung des Mißverhältnisses zwischen dem Nennkapital und dem tatsächlich vorhandenen Vermögen der Gesellschaft. Insbesondere für die Kapitalberichtigungswelle unmittelbar nach dem Inkrafttreten der kleinen Aktienrechtsreform, am 23. Dezember 1959, also in den Jahren 1960 - 1965, war dieses Mißverhältnis einer der Hauptbeweggründe für die Durchführung einer solchen nominellen Kapitalerhöhung²⁾.

1) Vgl. Schmolders, G., Zur Frage der steuerlichen Behandlung von Gratisaktien, in: Die Aktiengesellschaft, 1956, Nr. 1, S. 12 f.

2) Vgl. Deutsch, P., a.a.O., S. 158 f.

Die Vorstände der Aktiengesellschaften schätzten vielfach die wirtschaftliche Entwicklung im Zeitpunkt der DM-Eröffnungsbilanz falsch ein. Daneben flossen allmählich wieder Auslandsvermögen an die Gesellschaften zurück, die nur in die Rücklagen eingestellt werden durften gem. § 47 DMBG. Weiterhin glaubte man im Lastenausgleich größere zukünftige Belastungen der Gesellschaften zu sehen und bildete dementsprechend hohe Rücklagen¹⁾. So ergab es sich, daß im Laufe der Zeit, gemessen am Gesellschaftsvermögen, das Grundkapital zu gering wurde.

In einer Gesellschaft, in der die Rücklagen im Verhältnis zum Grundkapital zu groß sind, ja vielleicht sogar ein Vielfaches desselben ausmachen, werden die Aufgaben der beiden Bilanzgrößen verkannt; es besteht die Gefahr, daß insbesondere die Bilanzposition der Rücklagen zweckentfremdet wird. So sehen auch Baumbach und Hueck "als den wirtschaftlichen Zweck einer solchen lediglich nominellen Kapitalerhöhung, den Betrag des haftenden und dividendenberechtigten Kapitals der Aktiengesellschaft zu erhöhen, um dadurch das Nennkapital und das tatsächlich vorhandene Eigenkapital in ein angemesseneres Verhältnis zueinander zu bringen"²⁾.

3212. Hohe Kurse - "Schwere" Aktien

Aus diesem Mißverhältnis ergeben sich Folgerungen für die Gesellschaft, welche ihrerseits selbst wieder Ursachen bzw. Beweggründe sein können, eine nominelle Kapitaler-

1) Vgl. Ottel, F., Bilanzwahrheit, Bilanzklarheit, in: ZfB, 29. Jg., 1959, Nr. 1, S. 1 ff.

2) Baumbach, A. und Hueck, A., Aktiengesetz, Beck'sche Kommentare, Band 23, 12. neubearb. Aufl., Stand vom 1.10.1964, Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München und Berlin 1965, S. 625.

höhung durchzuführen. So bedingt ein Mißverhältnis von Grundkapital und Gesellschaftsvermögen, wie es oben angedeutet wurde, mit Sicherheit entsprechend hohe Kurse. Die Aktienkurse werden bestimmt vom Substanzwert und der Ertragskraft der Aktien¹⁾. Die im Laufe der Jahre in der Unternehmung thesaurierten und in den Rücklagen angesammelten Gewinne erhöhen die Ertragskraft der Gesellschaft. Diese stellt die Bewertungsbasis für die Kursbildung am Aktienmarkt dar.

Bilden sich aber für die Aktien sehr hohe Kurse, dann werden sie für den einzelnen Anleger zu teuer, zumindest für den Kleinaktionär. Damit aber wird klar, daß hohe Aktienkurse einer breiten Streuung des Aktienbesitzes entgegenstehen. Baumbach und Hueck weisen darauf hin, daß es die Absicht des Gesetzgebers ist, mit der kleinen Aktienrechtsreform, den Aktienbesitz dem breiten Publikum zugänglich zu machen und durch die nominelle Kapitalerhöhung die Verköflichkeit der Aktie zu erhöhen²⁾.

Diese Zielsetzung der breiten Streuung von Aktienbesitz geht auch aus der Vorschrift des § 215 AktG hervor. Danach erfolgt die Erhöhung des Grundkapitals grundsätzlich durch Ausgabe neuer Aktien. Die Heraufsetzung des Aktiennennbetrages ist nur möglich - allerdings da vorgeschrieben - bei noch nicht voll eingezahlten Aktien. Wilhelmi und Friedrich sagen: "Eine wirtschaftspolitische Zielsetzung des Gesetzes ist es,

1) Vgl. Ottel, F., a.a.O., S. 2; vgl. Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung nach der Ertragskraft, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1962, S. 40.

2) Vgl. Baumbach, A. und Hueck, A., a.a.O., S. 625.

dem breiten Publikum die Möglichkeit zu geben, Aktien in größerem Umfang als bisher zu erwerben. Dieser Zweck kann nur dann erreicht werden, wenn möglichst klein gestückelte Aktien zu möglichst geringem Börsenpreis geschaffen werden"¹⁾.

Schmalenbach sieht bei "hochprozentigen Aktien, also bei Aktien einer Gesellschaft mit hohem Rücklagenanteil, noch die weitere Gefahr, daß diese Aktien relativ unterbewertet werden könnten. "Man nimmt mit Recht oder Unrecht im Publikum an, daß der Rückschlagspielraum ein größerer sei oder daß bei solchen Aktien die immateriellen, stärker gefährdeten Vermögenswerte eine größere Rolle spielen"²⁾.

3213. Kleine Aktienrendite

Die weitere Konsequenz aus dem in der Relation zum gesamten Eigenkapital der Aktiengesellschaft zu kleinen Grundkapital ist die zu niedrige Aktienrendite. In der Unternehmung wird ein Gewinn erwirtschaftet, der dem gesamten in der Unternehmung arbeitenden Eigenkapital entspricht. Aus Gründen der Dividendenoptik aber werden regelmäßig nur Gewinne in der Höhe ausgeschüttet, die einer angemessenen Verzinsung des nominellen Grundkapitals entspricht. Bei sehr hohen Aktienkursen aber sinkt dann die Effektivverzinsung des Aktienbesitzes. Daher schreibt auch Schmölders: "Die Ausgabe derartiger Aktien

1) Wilhelmi, H. und Friedrich, W., Kleine Aktienrechtsreform, Verlag Walter de Gruyter & Co., Berlin 1960, S. 47.

2) Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 120.

ohne neue Einzahlung bezweckt im allgemeinen, das Verhältnis des dividendenberechtigten Kapitals zur Höhe des Jahresgewinns zu berichtigen"¹⁾.

Geht man davon aus, daß vor der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln die Unternehmung den größten Teil der Gewinne - soweit technisch und steuerlich möglich - ausgeschüttet hat und dabei überdurchschnittlich hohe Dividenden verteilt wurden, so kann man sagen, daß durch die Erhöhung des dividendenberechtigten Kapitals der Prozentsatz der Dividende bei gleichbleibendem Gewinn sinkt und somit ein "der Wirklichkeit besser entsprechendes Verhältnis zwischen dem tatsächlich im Unternehmen arbeitenden Kapital und dem Prozentsatz der Dividende hergestellt wird"²⁾.

Gessler unterstreicht die Bedeutung der nominellen Kapitalerhöhung im Hinblick auf die realistischere Dividende. "Schließlich steht auch zu erwarten, daß die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln erhöhte Ausschüttungen auf das Nennkapital zur Folge haben wird. Damit wird im Interesse des Kleinaktionärs die Aktienrendite gehoben. Es ist deshalb verfehlt, das Gesetz als ein 'Gesetz gegen Dividendenausschüttungen', als ein 'Gesetz gegen den freien Kapitalmarkt' zu bezeichnen"³⁾. Daß der Gesetzgeber sich bei der kleinen Aktienrechtsreform besonders die Normalisierung der Rendite des Aktienbesitzes angelegen sein ließ, geht schon aus § 217/II AktG hervor. Darin wird ermöglicht, daß die neuen Aktien bereits am Gewinn des letzten vor der Beschlußfassung über die Kapital-

1) Schmolders, G., a.a.O., S. 12.

2) Baumbach, A. und Hueck, A., a.a.O., S. 625.

3) Gessler, E., Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, in: Der Betriebsberater, Jg. 1960, H. 1, S. 7.

erhöhung abgelaufenen Geschäftsjahres teilnehmen. "Um dieses Bedürfnisses der Praxis willen"¹⁾ durchbricht das Gesetz hier sogar den im § 207/II AktG aufgestellten Grundsatz, wonach die nominelle Kapitalerhöhung erst beschlossen werden kann, nachdem der letzte Jahresabschluß vor der Beschlußfassung über die Kapitalerhöhung festgestellt ist. "Diese Vorschrift des § 217/II AktG wurde aufgenommen, damit sich die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln möglichst bald auswirkt"²⁾.

322. Technische Durchführung der nominellen Kapitalerhöhung

Wie oben schon angedeutet wurde, ist die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln in den §§ 207 - 217 AktG geregelt. Sie erfolgt durch eine bloße Umbuchung offener Rücklagen im Grundkapital. Da das Grundkapital eine in der Satzung der Aktiengesellschaft verankerte Größe ist, bedeutet auch die nominelle Kapitalerhöhung eine Satzungsänderung. Der Beschluß einer solchen Kapitalerhöhung bedarf daher ebenso wie bei der ordentlichen Kapitalerhöhung der qualifizierten Mehrheit der Hauptversammlung. § 207/II verweist auf § 182/I AktG.

Das Gesetz führt auf, welche Rücklagen nicht umgewandelt werden können. Geeignet sind zunächst nur offene Rücklagen, gem. § 207/I AktG. Nach § 208/I AktG können nur Rücklagen umgewandelt werden, die in der Bilanz, welche dem Kapitalerhöhungsbeschluß zugrundeliegt, als offene Rücklagen ausgewiesen werden. Damit sind also stille Reserven von der Umwandlung in Grundkapital ausgeschlossen.

1) Wilhelmi, H. und Friedrich, W., a.a.O., S. 76.

2) Gessler, E., a.a.O., S. 10.

Sie müssen erst in der nächsten Jahresbilanz aufgelöst werden und in offene Rücklagen eingestellt werden¹⁾.

Weiterhin geht aus § 208 AktG hervor, daß nur freie Rücklagen umwandlungsfähig sind. Soweit also die Rücklagen durch Gesetz oder Satzung vorgeschrieben sind, können sie nicht in Grundkapital umgewandelt werden.

Im Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln vom Dezember 1959 war auch noch festgehalten, daß Rücklagen für die Lastenausgleichs-Vermögensabgabe und die Rücklage für frei gewordene Pensionsrückstellungen nicht in Grundkapital umgewandelt werden durften. Daraus wird deutlich, daß der Gesetzgeber nur solche Rücklagen in Grundkapital umgewandelt wissen wollte, die tatsächlich auch die Funktion des Grundkapitals übernehmen konnten und nicht durch irgendwelche Zweckbestimmungen festgelegt sind, die mit dem Wesen des Grundkapitals nicht vereinbar wären. Daß im neuen Aktiengesetz von 1965 das Umwandlungsverbot für diese beiden Rücklagen nicht aufgenommen wurde, dokumentiert nicht einen Sinneswandel des Gesetzgebers, sondern man hat das Verbot in den Entwurf eines Einführungsgesetzes zum Aktiengesetz verwiesen, da diese Rücklagen nur vorübergehender Art sind²⁾.

Die Besonderheit der nominellen Kapitalerhöhung besteht darin, daß sie mit der Eintragung in das Handelsregister als durchgeführt gilt; sie ist dann bereits wirksam. Die neuen Aktien gelten damit als voll eingezahlt. Diese Vorschrift des § 211/II AktG wird verständlich, wenn man sich vor Augen hält, daß die Gesellschaft schon vor der

1) Vgl. Baumbach, A. und Hueck, A., a.a.O., S. 629.

2) Vgl. Kropff, B., Aktiengesetz, Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer GmbH., Düsseldorf 1965, S. 310.

Kapitalerhöhung über die Mittel verfügte, um die das Grundkapital erhöht wurde. Die Aktionäre waren auch schon vor der Kapitalerhöhung Eigentümer dieser Rücklagen. Aus diesem Grunde bestimmt § 212 AktG, daß die neuen Aktien den Aktionären im Verhältnis ihrer Anteile am bisherigen Grundkapital zustehen. Ein entgegenstehender Beschluß ist gemäß dieser Vorschrift nichtig. Dies ist ein Ausfluß der Auffassung, daß unmittelbar in das Vermögen der Aktionäre eingegriffen würde, wenn die jungen Aktien insgesamt oder auch teilweise anderen Personen zugeteilt würden¹⁾.

Es soll hier nicht weiter auf spezielle Probleme bei der Durchführung der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln eingegangen werden. Es kommt nur darauf an, daß hier das Grundlegende einer nominellen Kapitalerhöhung herausgearbeitet wird.

323. Wirkung der Gratisaktienausgabe auf das Erscheinungsbild der Aktiengesellschaft

Erst wenn der Mechanismus der nominellen Kapitalerhöhung verstanden ist, kann an die Darstellung ihrer Wirkung auf die verschiedenen Interessenten einer Aktiengesellschaft eingegangen werden, können die tatsächliche wirtschaftliche Bedeutung für die Interessenten auf der einen Seite und die Empfindungen, Wünsche, Hoffnungen und Eindrücke, d.h. die psychologische Bedeutung für diese Interessenten auf der anderen Seite untersucht werden. Nach der jeweiligen Bedeutung der Finanzierungsmaßnahme

1) Vgl. Dempewolf, G., Ist die Ausgabe von Belegschaftsaktien bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln eine verfassungswidrige Eigentumsentziehung?, in: Die Aktiengesellschaft, Jg. 1959, Nr. 5, S. 120 ff.

für den Beobachter wird dann das Image der Gesellschaft, das sie bei diesem genießt, beeinflußt.

3231. Der Eindruck beim Aktionär

32311. "Leichte" Aktie - Höhere Verkäuflichkeit

Bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln werden die Aktien gesplittet, d.h. die Aktien werden in einem bestimmten Verhältnis aufgeteilt. Beispielsweise beim Erhöhungsverhältnis 1 : 1 kommt zu einer alten Aktie eine neue mit gleichem Wert.

Sämtliche Aktien-Nennbeträge einer Gesellschaft ergeben zusammen das Nominalkapital. Sie repräsentieren das gesamte Eigenkapital der Gesellschaft, also neben dem Grundkapital auch die offenen und stillen Reserven. Ist der Anteil der Reserven sehr hoch, so drückt sich das im Kurs der Aktie aus; denn der Nennbetrag der Aktie ist unveränderlich. Werden Rücklagen auf Grundkapital gebucht, so müssen neue Aktien ausgegeben werden - wollen wir von der Ausnahmeregelung der Heraufstempelung absehen - , um deren Nennbetragssumme dem neuen Grundkapital anzupassen. Aber dafür stehen der Unternehmung weniger Reserven zur Verfügung und es stecken damit auch geringere Reservenanteile in den einzelnen Aktiennennbeträgen; dies berücksichtigt die Börse entsprechend. Mit anderen Worten - dasselbe Gesamtkapital verteilt sich nach der Kapitalerhöhung auf eine größere Anzahl von Aktien. Es handelt sich also materiell nicht um eine Kapitalerhöhung sondern um eine Kapitalberichtigung. "It is infact a distribution of stock. As such, it is really not a dividend at all, but simply a redivision of the number of slices of the ownership

of the corporation"¹⁾. Im amerikanischen Sprachgebrauch wird nämlich für die Gratisaktie aus der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln der Ausdruck "stock dividend" verwendet. Dabei wird kein Unterschied gemacht zwischen Gratisaktien, die aus Reserven und solchen die aus dem laufenden Reingewinn gewährt werden²⁾.

"Das Vermögen, das den Gegenwert der in Nennkapital umgewandelten Rücklagen darstellt, stand schon vor der Kapitalerhöhung den Aktionären zu"³⁾. Dies geht auch ganz klar aus der Bestimmung des § 220 AktG hervor. Danach verteilt sich der Wert, mit dem die alten Aktien vor der Kapitalerhöhung in der Bilanz anzusetzen waren, nach der Kapitalerhöhung auf sämtliche Aktien, die alten und die neuen zusammen. Durch die Kapitalerhöhung ist der Gehalt der einzelnen Aktien an Reserven geringer geworden. So ist auch der in der Börsensprache gebräuchliche Ausdruck zu verstehen: "Die Aktie wird leichter"⁴⁾.

Zweifellos ist es für den potentiellen Aktionär eher möglich, sein Kapital in Wertpapieren anzulegen, wenn sie billiger sind. Das mag zwar trivial klingen; aber gerade für den Kleinaktionär, der seine Ersparnisse in kleineren Beträgen zur Seite legt, ist Sparen in Aktienform nur sehr schwer möglich, wenn eine einzelne Aktie schon DM 500.-- und mehr kostet. Und gerade, um den Kleinsparer für den Aktienerwerb zu gewinnen, ermöglichte die kleine Aktienrechtsreform die Kapitalerhöhung aus Gesell-

1) Harold, G., Corporation Finance, 3. Aufl., Barnes & Nobles, Inc., New York 1960, S. 192.

2) Vgl. Rauch, K., Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, Verlag Hermann Böhlhaus Nachfolger, Weimar 1940, S. 28.

3) Wilhelmi, H. und Friedrich, W., a.a.O., S. 80 f.

4) o.V., Bayer-Aktie wird leichter, in: SZ, Nr. 303, 18.12.1964, S. 8.

schaftsmitteln. Die Absicht des Aktiensplits¹⁾, wie die nominelle Kapitalerhöhung auch oft genannt wird, ist die breite Streuung des Aktienbesitzes. "Die Verkäuflichkeit der Aktien wird erhöht"²⁾. Eine kurze Notiz aus der Süddeutschen Zeitung zu der von den Farbenfabriken Bayer AG. geplanten Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, soll dies an Hand eines praktischen Beispiels erhärten:

"Volkskapitalismus betreibt nicht nur der Bund bei der Privatisierung großer Unternehmen, wie der Preußag, des Volkswagenwerkes und demnächst der Veba. Auch bedeutende private Firmen zeigen sich bestrebt, ihr Aktienkapital möglichst breit zu streuen. Dazu gehören neben einigen Stahlunternehmen, dem RWE, Siemens und AEG vor allem die drei großen Nachfolgegesellschaften der IG. Farben, an ihrer Spitze Bayer.

Aber je mehr ein Unternehmen floriert - und das kann man zumindest von den Chemie Konzernen sagen - , umso stärker bildet sich ein Handikap gegen diese Aktienstreuung heraus. Die Börsen honorieren Wachstum und steigende Gewinne mit höheren Kursen. Die Aktie wird teurer und damit für viele kleine Aktionäre, die einige hundert Mark anlegen wollen, schwerer erreichbar Deshalb hat die Farbenfabriken Bayer AG. nach einem neuen Weg gesucht. Die Bayeraktie soll 2 : 1 gesplittet werden, womit die Börsenkurse entsprechend zurückgehen dürften"³⁾.

Auch Gessler weist darauf hin, daß die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ganz eindeutig der breiten Streuung von Aktienbesitz förderlich ist⁴⁾. Schupp sieht gerade in den Ländern mit nennwertlosen Aktien die Auf-

1) Vgl. o.V., Bayer erhöht das Kapital und splittet, in: SZ, Nr. 303, 18.12.1964, S. 9.

2) Baumbach, A. und Hueck, A., a.a.O., S. 625.

3) o.V., Bayer-Aktie wird leichter, in: SZ, Nr. 303, 18.12.1964, S. 8.

4) Vgl. Gessler, E., a.a.O., S. 7.

fassung bestätigt, daß kleinere Aktieneinheiten sich leichter einführen und handeln lassen als große¹⁾.

"Also, the reduction in price per share tends to bring the price level for the stock into the more popular trading range and increase the demand. All of these factors are supposed to raise the market value of the stock"²⁾.

Es fördert also das Image der Aktiengesellschaften bei ihren Aktionären oder ihren potentiellen Aktionären, wenn sie breiten Bevölkerungsschichten ermöglichen, die Ersparnisse in Aktien ihrer Gesellschaften anzulegen. - Vorausgesetzt, die Sparerer sind selbst davon überzeugt, daß Aktiensparen krisensicherer oder wertbeständiger und damit für sie vorteilhafter sei, als Sparen in anderer Form. Wenn auch die Gesetzes-Bestimmungen in der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln keine neuen "Maßnahmen der Kapitalbeschaffung" darstellen³⁾, so eröffnet sich die Gesellschaft mit dieser Politik der leichten Aktie doch neue Kapitalquellen. Es interessieren sich für die Gesellschaft und deren Aktien infolge geringerer Preise zusätzliche Personenkreise; diese werden im Falle einer späteren Kapitalbeschaffungsmaßnahme, etwa einer ordentlichen Kapitalerhöhung, mit Sicherheit im Rahmen ihrer Möglichkeiten ihr Kapital zur Verfügung stellen. Gerade in den Augen dieser Kleinsparerer wird das Image der Aktiengesellschaft, von einer rein großkapitalistischen Unternehmungsform aufgewertet zu dem Bild einer Gesellschaft, die auch eine Anlagemöglichkeit bietet für kleine Sparbeträge und damit für das breite Volk.

1) Vgl. Schupp, R., Wider das Zerrbild der Prozentkurse am Aktienmarkt, in: ZfB, 28. Jg., 1958, H. 10, S. 654.

2) Walker, E. and Baughn, W., Financial Planning and Policy, Harper & Row, New York usw. 1964, S. 240.

3) Vgl. Godin, R. und Wilhelmi, H., Aktiengesetz, 3. Aufl., Band II, Verlag Walter de Gruyter & Co., Berlin 1957, S. 1128.

Insofern ist die Anlage in Aktien ähnlich der Geldanlage auf Sparkonten. Insbesondere der Kleinaktionär sieht eine Unternehmensbeteiligung in Form der Aktie vorwiegend unter dem Aspekt des Sparers. So, wie ein Großaktionär, bei dem die Einflußnahme auf die Planung und die Disposition der Verwaltung im Vordergrund steht, werden sich die Kleinaktionäre nicht als Eigentümer der Unternehmung fühlen¹⁾.

Wenn es der Unternehmungsleitung gelingt, durch ihre Finanzpolitik diese Zielfunktion des Kleinaktionärs zu treffen, d.h. dem Wunschbild von einer Sparform entgegenzukommen, dann ist mittels der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln durch die Herabsetzung der Börsenwerte eine Imageverbesserung möglich. Daß mittels einer Popularisierung der Aktienwerte das Image der Gesellschaft bei den Aktionären im positiven Sinn zu verändern ist, zeigt beispielsweise die stetige Nachfrage nach Aktien der American Telephone and Telegraph Company. Bei dieser Gesellschaft besitzt keiner der Aktionäre mehr als ein Zwanzigstel eines Prozents der Aktien²⁾.

32312. Höhere Aktienrendite

Ein weiterer wirtschaftlich objektiver Tatbestand ist in der zukünftigen Gewinnausschüttung der Gesellschaft zu sehen. Es wäre verfehlt, zu sagen, eine nominelle Kapitalerhöhung verhindere praktisch eine Gewinnausschüttung in Höhe der Kapitalerhöhung. Es ist zwar rich-

1) Vgl. Hornef, H., a.a.O., S. 229.

2) Vgl. Harden, J., a.a.O., S. 10.

tig, daß die Kapitalerhöhung aus Mitteln durchgeführt wird, die für eine Ausschüttung geeignet gewesen wären. Aber diese Gewinnanteile wurden nicht kraft der Kapitalerhöhung zurückbehalten, sondern in früheren Jahren dank Beschlüssen zur Rücklagenbildung in der Unternehmung thesauriert. Während die Aktionäre die in die Rücklagen eingestellten Mittel zinslos der Unternehmung belassen, werden diese Mittel im Falle der Umbuchung in Grundkapital durch die Dividendenausschüttung verzinst.

Die ausgeschütteten Gewinne orientieren sich oft gar nicht an den erzielten Jahresgewinnen der Aktiengesellschaft, weil bei zu geringem Nennkapital und überhöhten Rücklagen sich eine unerwünscht hohe Dividende ergeben würde. Somit sind solche Gesellschaften gezwungen, relativ große Teile des Gewinns zu thesaurieren. Durch die Kapitalerhöhung aber wird die Gesellschaft in die Lage versetzt, den ausschüttungsfähigen Gewinn auf ein größeres Nennkapital zu verteilen, womit sich der Dividendensatz merklich verringern läßt. Baumbach und Hueck messen diesem Punkt eine große Bedeutung bei: "Auf der anderen Seite nimmt das dividendenberechtigte Kapital zu, der Prozentsatz der Dividende wird also bei gleichbleibendem Gewinn gesenkt, und es wird dadurch ein der Wirklichkeit besser entsprechendes Verhältnis zwischen dem tatsächlich im Unternehmen arbeitenden Kapital und dem Prozentsatz der Dividende hergestellt. Das bedeutet einen Anreiz zu verstärkter Gewinnausschüttung und liegt somit auch im Interesse der Aktionäre"¹⁾. Für den Aktionär ergibt sich dabei im Gefolge der verstärkten Gewinnausschüttung und der verringerten Aktienwerte eine höhere Aktienrendite, die ihrerseits notwendig eine Belebung des Kapitalmarktes

1) Baumbach, A. und Hueck, A., a.a.O., S. 625.

nach sich zieht. In der Tat besteht kein Zweifel, daß die Ausschüttungen absolut steigen werden. "Die künftig ausschüttungsfähige Dividende kann aber bei Mittelzurückbehaltung immer erhöht werden, wenn dieses Kapital den (offenen oder stillen) Rücklagen zugeführt wird und überhaupt eine wenn auch nur schwindend geringe Rendite auf das Kapital im Betrieb zu erzielen ist"¹⁾. Moxter stellt hier auf den Dividendensatz ab. Bei Erhöhung des Grundkapitals wird jedoch bei gleichem Prozentsatz die absolute Höhe des Dividendenbetrages steigen. Die nominelle Kapitalerhöhung beabsichtigt gerade diese von Moxter angedeutete Wirkung.

Gessler sieht damit in der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln besonders die Wahrung der Interessen der Kleinaktionäre in Richtung auf eine Erhöhung der Aktienrendite. Durch die Umbuchung von Rücklagen auf Grundkapital werden die Mittel endgültig den Aktionären "auf die Dauer vorenthalten". Dann aber ist es durchaus gerechtfertigt, wenn die Aktionäre sie wenigstens "verzinst erhalten"²⁾.

Dieser Aspekt der höheren Aktienrendite kommt weitgehend dem Wunschbild des Aktionärs, einer maximalen Rendite seines Investments, entgegen. Da der Gesetzgeber die nominelle Kapitalerhöhung, insbesondere zur Erzielung höherer Ausschüttungen ermöglichte, ist sie besonders geeignet, das Gesellschaftsimage beim Kleinaktionär zu ver-

1) Moxter, A., Die Bestimmung des optimalen Selbstfinanzierungsgrades unter privatwirtschaftlichem Aspekt, in: Fettel, J. und Linhardt, H., (Hrsg.), Der Betrieb in der Unternehmung, Festschrift für Wilhelm Rieger, W. Kohlhammer Verlag, Stuttgart 1963, S. 308.

2) Gessler, E., a.a.O., S. 7.

bessern. Hauck schreibt: "Für den Anleger selbst ist es ja nicht so interessant zu wissen, was der 'echte Gewinn' ist. Für ihn ist die Frage interessant: was ist der ausschüttbare Gewinn"¹⁾?

Es wird hier davon ausgegangen, daß der Anlegeraktionär in erster Linie möglichst hohe Dividenden anstrebt. Es ist zwar richtig, daß der Anlageaktionär zunächst monetäre Ziele verfolgt, innerhalb deren Dividende und Wertsteigerung nebeneinanderstehen²⁾. Allgemein aber kommt dabei den Wertsteigerungen eine Dominanz innerhalb der Zielfunktion des Anlageaktionärs zu³⁾.

Auch Claussen setzt sich mit dieser Frage auseinander, ob der Aktionär der Ausschüttung (Renditedenken) oder dem gesamten in der Unternehmung erzielten Gewinn (Ertragsdenken) den Vorzug gibt. Er kommt dabei zum Schluß, daß die Wahrheit zwischen beiden Extremen liegt. Seine zur Diskussion gestellte Formel geht von der Price-earnings ratio aus und führt zu dem Ergebnis, daß der Anlagewert umso höher ist, je mehr ausgeschüttet wird; die Größe des erzielten Gewinns wird aber ebenso - wenn auch nur zu einem Drittel - berücksichtigt⁴⁾.

Es ist wohl eine Tatfrage, ob die Dividende bei der Auswahl und Bewertung der Aktien für den Anleger entscheidend ist oder ob der Anleger sein Augenmerk mehr auf den Gesamtgewinn der Unternehmung richtet. Auch die steuerlichen Verhältnisse des Anlegers spielen dabei eine Rolle.

1) Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 36.

2) Vgl. S. 62 f.

3) Vgl. S. 62 f.

4) Vgl. Claussen, P., Synthese zwischen Ertrags- und Renditedenken, in: Das Wertpapier, Jg. 1965, H. 6, S. 488.

Doch gleichviel ob dem Renditedenken oder dem Ertragsdenken der Vorrang gilt, weist Büschgen nach, daß auch dann, wenn die Bewertung auf Grund der Dividenden erfolgt, dies nur auf der Basis der zukünftigen Gewinne möglich ist¹⁾. Nur hierin sieht Büschgen die von Claussen angesprochene Synthese zwischen Gesamtgewinn- und Dividendenbewertung²⁾.

So hält Büschgen die von Claussen vorgeschlagene Formel für eine rein statische Analyse, "die nur oder vorwiegend auf die zuletzt ausgeschüttete Dividende abstellt"³⁾. "Man muß zudem, soll die Bewertung sinnvoll sein, die zusätzlichen Ertragsmöglichkeiten auf Grund heute einbehaltener Gewinne und damit die Möglichkeit höherer zukünftiger potentieller Gewinne und Dividenden berücksichtigen"⁴⁾.

Büschgen glaubt also in jedem Fall bei der Bewertung und Analyse von Aktien der Gesamtgewinnsituation der dahinterstehenden Unternehmung den Vorrang vor dem bloßen Renditedenken geben zu müssen. Warum dennoch zahlreiche Anleger sich bis zu einem gewissen Grad an der Dividende orientieren, kann Büschgen sich nur durch den Aspekt des Risikogedankens erklären. Während thesaurierte Gewinne für den Anleger mit dem unternehmerischen Risiko behaftet bleiben und somit zweifelhaft ist, ob sie der Anleger zum Zeitpunkt des Aktienverkaufs voll zurückerhält, wird die Bardividende dem Bereich der Unternehmung entzogen und ist somit völlig risikolos⁵⁾. "Erst eine Ein-

1) Vgl. Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 765.

2) vgl. ebd. a.a.O., S. 766.

3) Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 2. Teil, in: Das Wertpapier, Jg. 1965, H. 10, S. 809.

4) Ebd. a.a.O., S. 811.

5) Vgl. ebd. a.a.O., S. 811.

führung dieses Moments der Unsicherheit der Erwartungen der Kapitalanleger bewirkt, daß die Aktionäre nicht immer indifferent demgegenüber sind, ob die Bardividende erhöht oder ermäßigt wird, oder daß sie sich nicht immer rational im dargestellten Sinne zu verhalten scheinen"¹⁾.

Auch Würdinger bezweifelt, daß die Werterhöhung seines Investments dem einbehaltenen Gewinn entspricht. Zumindest bleibt dieser Betrag risikobehaftet und kann im Extremfall gänzlich verloren gehen"²⁾.

Es scheint an dieser Stelle notwendig, zwischen Wachstumsgesellschaften und statischen Gesellschaften zu differenzieren. Während erstere Unternehmungen dank ihrer Wachstumschancen die Möglichkeit haben, zusätzliches Kapital mit günstiger Rentabilität einzusetzen, werden letztere für neues Kapital kaum schnell zufriedenstellende Renditen erzielen"³⁾. Demnach trifft also nur für Wachstumsgesellschaften zu, daß die Wertsteigerungen - Ausdruck steigender Ertragskraft - "dem vielfachen einer Jahresdividende entsprechen"⁴⁾.

Das bedeutet, daß die Anteilseigner von statischen Gesellschaften für eine Kürzung der Dividende zugunsten einer Selbstfinanzierung nicht oder nur ungenügend durch entsprechende Wertsteigerungen ihres Investments entlohnt werden. Daher werden Inhaber von Renditepapieren überwiegend auf die Dividende achten und nur in den Ausschüttungen einen Wertmesser für ihre Aktien sehen.

1) Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 2. Teil, a.a.O., S. 811.

2) Vgl. Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs, a.a.O., S. 827.

3) Vgl. Wolfsturm, P., Wachstum ist entscheidend - nicht Rendite, in: Das Wertpapier, Jg. 1965, H. 4a, S. 261.

4) Hielscher, U., a.a.O., S. 118.

Aus dieser Diskussion der Frage: Renditedenken oder Ertragsdenken ersieht man, daß es sehr wohl Anlegerkreise gibt, welche höhere Ausschüttungen bevorzugen und zu schätzen wissen. Wenn auch bei statischen Gesellschaften Kapitalerhöhungen nur selten sind, so sind sie dennoch möglich. Und sollte diese Kapitalerhöhung ein Steigen der absoluten Ausschüttungen bewirken - immer den Willen zur Dividendenkontinuität vorausgesetzt - , dann wird durch diese Maßnahme den Interessen dieser Anlegerkreise entsprochen und das Image der Gesellschaft in positiver Weise beeinflußt.

Es wird also auch hier wieder klar, daß die Tatsachen, welche in der Kapitalerhöhung begründet sind, sich decken mit der Wunschvorstellung und damit der persönlichen Erlebnissphäre der Beobachter.

32313. Dokumentation einer steigenden zukünftigen Ertragskraft

Andererseits gibt es auch solche Anleger - Büschgen glaubt, daß deren Anteil im Steigen begriffen ist¹⁾ - welche der Substanzanreicherung durch Thesaurierung der Gewinne den Vorzug geben. Diese Aktionäre sehen sehr wohl auch für ihren Teil einen Nutzen im Gesamtgewinn der Unternehmung. "Wer einen Maßstab für die Güte der Geschäftsführung gewinnen möchte, fragt nach dem Gewinn, der im Rechnungsjahr tatsächlich erzielt wurde"²⁾. Solche Anleger schätzen nicht allein die Ausschüttungen, sondern

1) Vgl. Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 764.

2) Hax, K., Die Substanzerhaltung der Betriebe, 1. Aufl., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1957, S. 9.

auch die Beträge, welche in die Rücklagen eingestellt werden, die ja den Kurswert des Investments steigen lassen¹⁾. Insbesondere bei den Wachstumsgesellschaften findet man, daß die Aktienkurse auch steigen, wenn keine oder nur eine geringe Dividende bezahlt wird. "There are, for example, the growth-companies, which over long periods have paid out little or nothing in dividends and yet have experienced a steady rise in the market price of their stock and a flattering price-earnings ratio"²⁾.

Liegt der Beurteilung der Gesellschaft seitens der Aktionäre dieses Wachstumsdenken zu Grunde, so gehen die Beobachter von der Ertragskraft der Gesellschaft aus. Und daß diese Ertragskraft gesichert wenn nicht steigend ist, das wird ihnen dank der nominellen Kapitalerhöhung besonders deutlich vor Augen geführt. Die in der Vergangenheit thesaurierten Gewinne - den meisten Aktionären wird dieser Tatbestand im Zuge der Kapitalerhöhung deutlicher als bei der Rücklagenbildung - werden in der Zukunft zusätzlich Früchte tragen. Hauck zweifelt: "Erst die Dividendenentwicklung in der Zukunft wird zeigen, ob die Ausschüttung von Aufstockungsaktien für den Aktionär günstig war oder nicht"³⁾.

Aber schon die Tatsache, daß eine kluge, vorsichtige und verantwortungsbewußte Vorstandschaft einer Aktiengesellschaft sich bereit erklärt, Transaktionen vorzunehmen, die sie veranlassen - soll der Dividendensatz konstant bleiben - , in der Zukunft höhere Dividendenbeträge auszu-

1) Vgl. Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 37.

2) Hunt, P., Williams, C., Donaldson, G., Basic Business Finance, 3. Aufl., Richard D. Irwin Inc., Homewood 1966, S. 294.

3) Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, a.a.O., S. 44.

schütten, läßt den Schluß zu, daß die Unternehmungsleitung eine nachhaltig gesteigerte Ertragskraft erwartet. Auch die drei bereits erwähnten amerikanischen Autoren geben in ihren Vorschriften, welche ein Management bei der Begebung von Gratisaktien zu beachten hat, zu bedenken: "The management should be confident, that the reinvested earnings so capitalized will add about proportionately to the company's future profits"¹⁾. Bis zur Durchführung der Kapitalberichtigung hatte die Vorstandschaft immer noch die Möglichkeit, Mittel aus der freien Rücklage zu Dividendenzahlungen zu verwenden, um in gewinnschwächeren Jahren die Dividendenkontinuität zu wahren. Mit der Umwandlung dieser freien Rücklagen in Grundkapital entzieht sich die Unternehmungsleitung diese Möglichkeit der Dividendenkorrektur, wohl im Vertrauen auf die verbesserte künftige Ertragslage der Unternehmung.

Damit wird durch die nominelle Kapitalerhöhung nicht nur auf eine steigende Aktienrendite hingewiesen, sondern auch auf eine gesicherte bzw. steigende Ertragskraft der Unternehmung. Der Wert der Aktien orientiert sich im wesentlichen an der Ertragsaussicht der Zukunft²⁾. Einbehaltene Gewinne, auf welche die nominelle Kapitalerhöhung besonders klar hinweist, bewirken in der Regel höhere Erträge in der Zukunft³⁾. "Die Erfolgswirksamkeit drückt sich im nicht sicher berechenbaren, sondern nur schätzbaren Gesamtwert der Unternehmung aus, der dem Barwert ihrer künftigen Erfolge oder ihrer künftigen Netto-

1) Graham, B., Dodd, D., Cottle, S., a.a.O., S. 499.

2) Vgl. Graham, B. and Mc. Golrick, C., a.a.O., S. 66 ff.

3) Vgl. Moxter, A., Die Bestimmung des optimalen Selbstfinanzierungsgrades, a.a.O., S. 308.

einnahmen entspricht"¹⁾.

In dieser Hinsicht wird insbesondere den Zielsetzungen derjenigen Anlegerkreise entsprochen, welche eine Wertsteigerung und eine Substanzanreicherung ihres Investments anstreben.

Ottel sieht gerade aus den Gründen der höheren Dividendenzahlungen ein besonderes Risiko in der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln²⁾. Diese Bedenken sind dann berechtigt, wenn die Kapitalerhöhung auf Grund des momentanen Bilanzbildes beschlossen wird. Eine verantwortungsbewußte Unternehmungsleitung wird aber immer daneben auch die allgemeine Entwicklung der Unternehmung und vor allem ihre künftige Ertragskraft mit in das Kalkül einbeziehen. Wolfsturm weist darauf hin, daß gerade bei Wachstumsgesellschaften die höhere Dividendenverpflichtung keine Beeinträchtigung der Ertragslage brachte³⁾.

Die nominelle Kapitalerhöhung bringt zum Ausdruck, daß die Ertragskraft der Unternehmung in der Vergangenheit größer war als aus den Dividenden geschlossen werden konnte. "Insofern war es im allgemeinen berechtigt, jede Kapitalberichtigung als Beweis hoher vorausgegangener Gewinnthesaurisierung zu werten, die nun für die Zukunft höhere Dividenden versprechen"⁴⁾. Die nominelle Kapitalerhöhung dokumentiert damit nach außen hin eine erhöhte Ertragskraft für die Zukunft; denn man kann von der Vergangenheit

1) Münstermann, H., Geschichte und Kapitalwirtschaft, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1963, S. 70.

2) Vgl. Ottel, F., a.a.O., S. 1 ff.

3) Vgl. Wolfsturm, P., a.a.O., S. 261.

4) Richebächer, K., Börse und Kapitalmarkt, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1963, S. 51.

auf die Zukunft schließen, wenn nichts besonderes die Ertragskraft in negativer Weise Beeinflussendes eingetreten ist. Es ist zwar zu bedenken, daß vergangenheitsorientierte Größen, wie die Gewinnzahlen der Vorjahre, nicht mehr als ein Hilfswert für die Vorausschätzung der künftigen Erträge sein können¹⁾. Aber "die Klarheit über die Gewinnentwicklung in der Vergangenheit gehört daher zu den fundamentalen Voraussetzungen für die Beurteilung der künftigen Entwicklungsmöglichkeiten einer Aktienanlage"²⁾.

Somit wird in jedem Fall dem Wunschbild der Anleger entsprochen. Diejenigen, die das Aktionärsstreben nach Bardividende in den Vordergrund rücken, sehen die Erfüllung in den zukünftigen hohen Ausschüttungen. Claussen nennt dies das "Renditedenken", Muthesius spricht von "Nettoeffektivverzinsung"³⁾.

Und diejenigen, welche in der Vorstellung des Aktionärs die Ertragskraft der Unternehmung für das Wesentlichste halten, sehen dieses Streben durch die Tatsache der nominellen Kapitalerhöhung erfüllt. Claussen nennt dieses Denken Ertragsdenken⁴⁾ und Biedenkopf geht bei der Darstellung der Price-earnings ratio als dem Wertmaßstab der Aktie, von eben dieser Überlegung aus⁵⁾.

1) Vgl. Biedenkopf, D., a.a.O., S. 822.

2) Schlembach, H., Die Gewinnschätzung aus den Steuern, in: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (Hrsg.), Beiträge zur Aktienanalyse, H. 3, München und Darmstadt 1964 - 1967, S. 5.

3) Claussen, P., a.a.O., S. 485; Muthesius, V., a.a.O., S. 204; vgl. Baehring, B., Die Aktie - wie vor 1914? in: ZfgK, 18. Jg., 1965, H. 2, S. 63; vgl. Klein, W., in: Männer der Wirtschaft, Beilage zu: Das Wertpapier, Jg. 1965, Nr. 5a, S. 2.

4) Vgl. Claussen, P., a.a.O., S. 485.

5) Vgl. Biedenkopf, D., a.a.O., S. 820.

Die nominelle Kapitalerhöhung wird also für den beobachtenden Aktionär, sei es der Inhaber von Renditepapieren, sei es der Inhaber von Wachstumspapieren, zu einer Tatsache, einem objektiven Reiz, der sich mit seinen Interessen, d.h. seiner subjektiven Erlebnissphäre vereinigt und somit in der Lage ist, das Image positiv zu beeinflussen. Auch hier muß darauf hingewiesen werden, daß es sich bei dem Argument eher um einen psychologischen Komplex handelt als um eine wirtschaftlich nüchterne und objektive Betrachtung. Aber die menschliche Vorstellungskraft neigt eben zu einer vereinfachenden Sicht der Dinge. Nur in relativ wenigen Fällen wird sich der Aktionär vergegenwärtigen, daß die in den Geschäftsberichten erwähnten Rücklagenzuführungen nichts anderes sind als eine Werterhöhung seiner Gesellschaftsanteile, weil er ja am gesamten Eigenkapital beteiligt ist. Richtig klar wird den meisten Aktionären das aber nur bei den Quotenaktien. Auch Wolf spricht diesen psychologischen Komplex an: "Die Verwaltung wird nicht versäumen wollen, durch die Ausgabe zusätzlicher Aktien, auch wenn dies überflüssig wäre, ihre Leistungen den Aktionären möglichst deutlich vor Augen zu führen"¹⁾.

32314. Zusätzliches getrennt verwertbares Wertpapier

Aber ebenso, wie bei der Kapitalerhöhung durch Baremission sind für die Beurteilung einer Maßnahme seitens der Interessenten - in diesem Falle seitens des Aktionärs - nicht immer und nicht nur die tatsächlichen Wirkungen von ausschlaggebender Bedeutung, sondern von großer Wich-

1) Wolf, H., Aktien mit und ohne Nennwert, Diss. München 1956, S. 95

tigkeit ist auch der Eindruck, den die Maßnahme auf den Interessenten macht. Dieser Eindruck aber hängt weitgehend von der Person des Beobachters selbst ab, es ist ein psychologischer Komplex.

In der Tat sind auch die psychologischen Faktoren, wie Eindrücke, Erwartungen und Vorstellungen, existent und von Bedeutung. Das beweist die Diskussion über die Nennwertaktie und die Quotenaktie. Mit als Ursache für die breite Aktienstreuung in den Vereinigten Staaten wird die Tatsache angegeben, daß hier die Quotenaktie die gängigste sei. Der Unterschied zwischen den beiden Aktiennotierungen ist aber für den Aktionär nur von rein psychologischer Art, womit also für die Gestaltung des Image einer Gesellschaft bei ihren Aktionären auch psychologische Faktoren verantwortlich sind. So schreibt Schupp: "Das Charakteristikum der echten Quotenaktie ist, daß sie anders als die Nennwertaktie nicht mit einem starren Nennbetrag zum Grundkapital der Gesellschaft in Beziehung gesetzt ist, sondern in Form des einem Bruchteil entsprechenden Quotenanteils von vorneherein das Teilhaben am gesamten Vermögen der Unternehmung klar zum Ausdruck bringt"¹⁾.

Als einen Vorteil der Quotenaktie, der "vor allem der Psyche des Aktienkäufers Rechnung trägt"²⁾, bezeichnet es Schupp, daß der Aktionär keinen Prozentkurs umzurechnen hat, sondern am Kurszettel einfach den Stückpreis der Aktie ablesen kann, und auch die Dividende mit einem ganz bestimmten Betrag angegeben wird. Rein wirtschaftlich ist kein Unterschied zwischen der Nennwertaktie und

1) Schupp, R., a.a.O., S. 654.

2) Ebd., S. 654.

der Quotenaktie. Trotzdem aber gibt das Publikum der Quotenaktie den Vorzug, weil sie verständlicher und leichter durchschaubar ist. Auf diese Diskussion über die Quotenaktie wurde hingewiesen, um zu zeigen, daß nicht nur rationale und wägbare sondern auch psychologische Momente das Image der Gesellschaft beeinflussen können.

So hat gerade beim Aktionär, der sich von seiner Vermögensanlage in Form von Aktien Wertbeständigkeit und, sofern möglich, auch einen Wertzuwachs erwartet, die Tatsache der Aushändigung zusätzlicher Aktien eine besondere Wirkung. Wenn der Aktionär in Form der jungen Aktien auch nur ein Vermögen erhält, das ihm ohnehin zusteht, und das er auch schon vor der nominellen Kapitalerhöhung besaß¹⁾, so wird es ihm durch die Übergabe der Aktien doch viel bewußter, daß seine Aktien, die er einst kaufte, an Wert gewonnen haben. Gerade für den Kleinaktionär, der mit den aktienrechtlichen Dingen nicht so sehr vertraut ist, scheint es ein großer Unterschied zu sein, ob sich der Wertzuwachs in zusätzlichen, neuen Aktien dokumentiert, oder ob er sich allmählich im Substanzwert der Aktie niederschlägt. Dabei drückt sich dieser stille Wertzuwachs allenfalls im Aktienkurs aus, der ohnehin dauernden Schwankungen unterliegt²⁾.

Zudem kann der Aktionär die neue Aktie getrennt von der alten verwerten. Zugegeben, er gibt durch einen etwaigen Verkauf der jungen Aktien einen Teil seines Aktienbesitzes ab und damit verringert sich sein Gesellschaftsanteil entsprechend; aber unter gewissen Umständen kann es für den Aktionär ein Vorteil sein, wenn er nicht seinen

1) Vgl. Graham, B., Dodd, D., Cottle, S., a.a.O., S. 500.

2) Vgl. Hax, K., Langfristige Finanz- und Investitionsentscheidungen, a.a.O., S. 439.

gesamten Aktienbesitz verkaufen muß, um einen bestimmten Bedarf an flüssigen Mitteln zu decken. Es soll hier nicht das Argument der leichteren Verkäuflichkeit wieder aufgegriffen werden¹⁾. Aber gerade die Möglichkeit der eigenen Verwertbarkeit veranlaßte die Finanzverwaltung Jahrzehnte lang zu der Annahme, es würde ein neues Wirtschaftsgut von "eigenem Wert" geschaffen. Mit diesem Argument u.a. versuchte die Finanzverwaltung die Behandlung der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln als Gewinnausschüttung zu begründen²⁾. Auch aus den Worten Schmölders' ist zu entnehmen, daß mit der Eigenverwertbarkeit ein gewisser Vorteil verbunden ist. Die Auffassung der Finanzverwaltung und der Finanzgerichte vor 1959 ist nur deshalb als irrig zu bezeichnen, weil ein entsprechender Wertabfluß seitens der Gesellschaft fehlt³⁾.

Mit Sicherheit vermutet also die Mehrzahl der Durchschnittsaktionäre hinter der Ausgabe neuer, zusätzlicher Wertpapiere einen gewissen Vorteil. Mit der Ausgabe zusätzlicher Aktienurkunden kommt die Gesellschaft einem Grundmotiv der Aktionäre entgegen. Dülfer sieht im Streben nach Realbesitz ein Motiv der Kapitalgeber. "Die einfachste Form ist die des Interesses an einem Eigentumstitel, also an der Aktienurkunde, die den Besitz (rein als Geldwert) sichtbar darstellt (analog zu Schmuck und anderen Wertgegenständen). Der Wert wird wohlgemerkt nicht in dem Unternehmen, auf das die Aktie einen Anspruch gewährt, sondern in der Urkunde selbst gesehen. Diese Form des Besitzstrebens beruht auf dem Streben nach dadurch erzielter sozialer Geltung und dürfte in erster Linie bei den Kleinaktionären zu beobachten sein"⁴⁾. Wenn

1) Vgl. S. 96 ff.

2) Vgl. Schmölders, G., a.a.O., S. 13.

3) Vgl. ebd. a.a.O., S. 13.

4) Dülfer, E., a.a.O., S. 88.

diese Empfindung auch vorwiegend nur psychologischer Art ist, so verbindet sich damit doch eine positive Beeinflussung der Einstellung des Beobachters - sprich: Aktionär - zur Gesellschaft.

32315. Stärkung des Zugehörigkeitsgefühls

Daneben ist es möglich, daß durch die Aktienaussgabe im Aktionär in Verbindung mit den entsprechenden Erläuterungen seitens der Verwaltung das Bewußtsein gestärkt wird, an der Gesellschaft Teilhaber zu sein. Mit seiner Einlage begründet der Aktionär nicht nur eine Beteiligung in Höhe des Nominalbetrages seiner Aktien sondern einen sich aus diesem Betrag ergebenden Anteil am gesamten Eigenkapital der Unternehmung, - Weisser sagt - "eine wirtschaftliche Beteiligung am gesamten Eigenkapital bzw. am Reinvermögen der Gesellschaft"¹⁾. Nun ist zwar der Wert dieses seines Unternehmungsanteils nicht infolge der nominellen Kapitalerhöhung gestiegen sondern schon früher, nämlich als die Gewinne nicht ausgeschüttet sondern in der Unternehmung verwendet wurden. Der "Substanzwert" seiner Beteiligung ist zum Zeitpunkt der Gewinneinbehaltung gestiegen²⁾.

Allein die Rücklagenbildung gewährt noch keine weiteren Gesellschafterrechte entsprechend der Erhöhung des Investments. Die Verfügungsmacht über die Rücklagen verbleibt beim Vorstand der Gesellschaft³⁾. Erst, wenn diese Rück-

1) Weisser, K., Der Gewinn der Aktiengesellschaft im Spannungsfeld zwischen Gesellschaft und Aktionären, Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1962, S. 18.

2) Vgl. ebd., S. 80.

3) Vgl. Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs, a.a.O., S. 827; vgl. Hagest, K., Selbstfinanzierung des Betriebes, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1952, S. 101.

lagen umgewandelt werden, erhält der Gesellschafter auch hinsichtlich dieser Mittel, die ihm zustehenden Kontroll- und Gesellschafterrechte. Erst durch die Grundkapitalerhöhung kann der Aktionär frei über sein zusätzliches Investment verfügen. Jetzt erst wird ihm klar, daß er infolge der Beteiligung an "seiner" Gesellschaft zusätzliche Anteile gewonnen hat. Solange die einbehaltenen Gewinne nur in Rücklagenform in der Unternehmung verbleiben, ist es zweifelhaft, ob der Kurswert der Aktien diesen Rücklagenbetrag berücksichtigt¹⁾.

Wenn es also gelingt, dem Anleger klar zu machen, daß diese Gratisaktien eine Folge seiner anteilsbedingten Vermögensrechte sind, so wäre die nominelle Kapitalerhöhung ein geeignetes Mittel, dieses Gesellschafterbewußtsein dem Aktionär ins Gedächtnis zu rufen. Es wird ihm klar: Sein Anspruch erstreckt sich nicht nur auf die jährliche Dividende und auf das Stimmrecht sondern auch auf den Zuwachs an der Gesellschaft. "In jedem Anteilseigner einer bekannten Großgesellschaft findet sich der bewußte oder unbewußte Stolz darauf, 'auch dazu zugehören'. Da das Streben nach Selbstbestätigung ein zwar unterschiedliches aber nichtsdestoweniger bedeutsames Motiv vieler Aktiensparer ist, würde eine Gesellschaft sehr kurzfristig handeln, wenn sie es versäumen sollte, bei ihren Aktionären ein Gefühl der Zugehörigkeit zum Unternehmen zu fördern"²⁾. "The typical stockholder desires a sense of belonging to the organisation"³⁾.

Dieses Argument, daß erst durch die Ausgabe von Gratisaktien dem Anleger der tatsächliche Wertzuwachs bewußt

1) Vgl. Weisser, K., a.a.O., S. 82.

2) Hartmann, H., a.a.O., S. 120.

3) Hunt, P., a.a.O., S. 104.

würde, ist aber nur psychologisch zu verstehen. Es kommt auf die Person des beobachtenden Aktionärs an. Einer, der sich über die bilanziellen Zusammenhänge und die Bedeutung der Rücklagen im klaren ist, wird auch schon die Rücklagenbildung als Wertzuwachs registrieren. Aber Aktionäre, die in diesen Dingen nicht geschult sind - das dürfte bei der Publikumsgesellschaft der Regelfall sein - sehen die Dinge einfacher. Sie interessieren sich für das, "was ist, und nicht, was sein sollte oder könnte"¹⁾. Die menschliche Vorstellungskraft, die Begriffswelt des Menschen versucht zu vereinfachen²⁾, mit anderen Worten - für ihn ist es verständlicher, wenn er Gratisaktien erhält, als wenn er sich in die komplizierten Probleme der Rücklagen hineindenken sollte.

Einen echten rationalen Vorteil bietet jedoch die nominelle Kapitalerhöhung hinsichtlich der Erhöhung der Verfügungsmacht entsprechend der Investmenterhöhung. Auch dieser Vorteil wird die Anleger veranlassen, ihre Haltung gegenüber der Gesellschaft in positiver Richtung zu revidieren.

Doch auch in allen diesen Fällen, in denen das Argument eher eine psychologische Wirkung auf die Aktionäre hat als eine rational erklärbare³⁾, steht es außer Zweifel, daß es der Gesellschaft gelingt, durch die Maßnahme der nominellen Kapitalerhöhung die Einstellung und die Haltung ihrer Aktionäre positiv zu beeinflussen und damit das Image, das die Gesellschaft bei ihren Teilhabern genießt, aufzubessern. Daß eine solche nominelle Kapitalerhöhung einen guten Einfluß auf das Image ausübt, klingt auch aus den Worten

1) Muthesius, V., a.a.O., S. 204.

2) Vgl. S. 28.

3) Vgl. S. 112.

Schmalenbachs: "Einige Gesellschaften haben die gute Stimmung der Aktionäre, die die Gewährung von Gratisaktien hervorzurufen pflegt, zur Abänderung der Gesellschaftsverträge insbesondere zur Begrenzung der Dividendensätze benutzt"¹⁾. Heute werden offenbar Aktiensplits vorgenommen, um ein gutes Klima zu schaffen für eine geplante und notwendige ordentliche Kapitalerhöhung²⁾. Denn nur, wenn der Aktionär überzeugt ist, an einer Gesellschaft beteiligt zu sein, die ihm Wertbeständigkeit und hohe monetäre Erfolge verspricht, wird er sich weiter an der Gesellschaft beteiligen, soweit es seine finanziellen Möglichkeiten erlauben. Auch diese Tatsache beweist, daß in der Praxis die Beeinflußbarkeit des Image der Aktiengesellschaft bei ihren Aktionären durch solche Finanzierungsmaßnahmen für möglich gehalten wird.

Für die Gesellschaft bleibt es eine vordringliche Aufgabe, ihr Image, das sie bei der Teilöffentlichkeit der Anleger, genießt, zu beeinflussen und in ihrem Sinne zu gestalten. Nur auf der Basis eines gesunden Vertrauens kann die Unternehmungsleitung "die Beziehungen zur Umwelt als die wesentlichste Grundlage für die Erhaltung und Mehrung der Wirtschaftskraft des Betriebes gewinnen und erhalten"³⁾. Und dieses Vertrauen entsteht durch die Anerkennung der Leistungsfähigkeit der Unternehmung durch Dritte - hier: im Finanzbereich durch die Anleger - ⁴⁾. Es kann gewonnen werden durch die Abstimmung der Interessen der Aktionäre und der Gesellschaft⁵⁾ und durch die publizistische Auswertung und Darlegung bzw. Erläuterung

1) Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 119.

2) Vgl. Rittershausen, H., a.a.O., S. 130.

3) Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, a.a.O., S. 275.

4) Vgl. ebd., S. 274.

5) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 67 f.

der Unternehmensäußerungen¹⁾, d.h. der nominellen Kapitalerhöhung. Eine gedeihliche Zusammenarbeit mit den Kapitalgebern und damit die Pflege guter Beziehungen zu ihnen, ist im Zeichen des wachsenden Kapitalbedarfs eine vordringliche Aufgabe.

3232. Der Eindruck beim Gläubiger

Als zweite Gruppe interessieren sich die Gläubiger für den Finanzbereich der Unternehmung. Sie geben, wie die Aktionäre, der Unternehmung Geld, wenn auch auf einer anderen Basis. Während der Gläubiger der Unternehmung Geld mit der Absicht zur Verfügung stellt, es wieder zurückzuerhalten, gibt der Aktionär grundsätzlich das Kapital der Unternehmung hin, für die Dauer der Existenz der Aktiengesellschaft. Beide jedoch, Gläubiger und Aktionär, stellen ihr Geld der Unternehmung auf der Grundlage des Vertrauens zur Verfügung. Deshalb muß die Gesellschaft bemüht sein, das einmal entgegengebrachte Vertrauen zu erhalten und, wenn möglich, zu festigen und zu stärken. Dieses Vertrauen steht und fällt mit der Einstellung der jeweiligen Interessenten zur Gesellschaft, mit dem Image, das die Gesellschaft beim Interessenten genießt.

32321. Öffentliche Dokumentation der bereits vorhandenen höheren Sicherheit

Die nominelle Kapitalerhöhung erfolgt durch bloße Umbuchung von Rücklagen auf Grundkapital: Die Mittel, um

1) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 194.

welche der Nennbetrag des Aktienkapitals erhöht wird, waren also schon vor der Kapitalberichtigung vorhanden. Für den Fremdkapitalgeber oder Kreditör, der - ganz allgemein gesprochen - an der Rückzahlung des hingegebenen Kapitals und an der Erlangung der dafür vereinbarten Zinsen interessiert ist, erfolgt also durch diesen Umbuchungsvorgang bzw. diese formelle Kapitalerhöhung keine Besserstellung. Die Eigenmittel garantieren für die Rückzahlung der Schulden, auch wenn sie nur in Form von Rücklagen vorhanden sind. Dies ist der wirtschaftlich objektive Sachverhalt. Und Darlehensgeber, denen es vertragsgemäß ermöglicht wird, die Bilanzen zu studieren, wie beispielsweise kreditgebende Banken oder Versicherungsgesellschaften, werden auch diese in Grundkapital umwandlungsfähigen Rücklagen regelmäßig als Eigenkapital betrachten und werten.

Damit aber, so könnte man glauben, bietet die nominelle Kapitalerhöhung in den Beziehungen der Gesellschaft zu ihren Gläubigern überhaupt keine Möglichkeit, auf das Firmenimage einzuwirken.

Aber die Maßnahme der Kapitalerhöhung bietet der Unternehmensleitung einen Anlaß, auf die ihr zur Verfügung stehenden eigenen Mittel hinzuweisen und die Bedeutung des Eigenkapitals als Gläubigerschutz zu besprechen. Sie stellt eine geeignete Gelegenheit dar, in Pressemeldungen in den Tageszeitungen, auf Pressekonferenzen, in Börsenmitteilungen¹⁾, über die Unternehmung, ihre finanzielle Lage und ihre Kapitalstruktur zu sprechen. Mit anderen Worten - anläßlich der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln gibt die Unternehmung Äusserungen und Verlaut-

1) Vgl. Kapitel 34.

barungen von sich, die als physische Wahrnehmungen für den Aussenstehenden sich mit der persönlichen Erlebnissphäre des Beobachters vereinigen, um ein Image entstehen zu lassen. Da nun diese nominelle Kapitalerhöhung die Interessen der Gläubiger direkt trifft und deren Wünschen entspricht, kann eine Interessenidentität zwischen Gläubiger und Unternehmung nachgewiesen werden. Die Deckung physischer Wahrnehmungen mit psychischen Komplexen, wie Wünschen und Zielvorstellungen, ist gegeben. Dies aber bedeutet die Erstellung eines positiven Image mit dem Ziel einer Vertrauensbasis zwischen Gläubiger und Unternehmung.

Diese Imageverbesserung ist auch eine Folge des höheren Publizitätsgrades. Eine Kapitalberichtigung bewirkt offensichtlich eine klarere Darstellung der Eigenkapitalverhältnisse und damit des Garantiekapitals. Auch Sandig schreibt: "Je klarer und durchsichtiger die finanziellen Verhältnisse einer Unternehmung sind, desto sicherer kann sich derjenige fühlen, der dieser Unternehmung Mittel überläßt, die als Fremdkapital in der Gesamtheit ihres Geschäftsbetriebes eingesetzt werden"¹⁾.

Daneben steigt das Vertrauen der Gläubiger in die Gesellschaft aus einem wirtschaftlich und rechtlich ganz konkreten Grund. Denn, wie sich aus den gesetzlichen Bestimmungen ergibt, können die Gegenwerte der Aktiennennbeträge grundsätzlich nicht zurückgezahlt werden²⁾; aber die Rücklagen, insbesondere die freien Rücklagen -und nur um diese geht es ja bei der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln -

1) Sandig, C., Finanzierung mit Fremdkapital, a.a.O., S. 23.

2) Vgl. § 57/I AktG.

können zum Ausgleich eines Jahresfehlbetrages bzw. zum Ausgleich eines Verlustvortrages verwendet werden¹⁾. Damit ist aber die Garantiefunktion, die dem Grundkapital kraft Gesetzes zukommt, für diese Mittel nicht gegeben.

Das Grundkapital haftet zwar im Falle der Unterbilanz den Gläubigern. Doch erfolgt eine Abdeckung ausgewiesener Verluste mit Mitteln des Grundkapitals in aller Öffentlichkeit, weil es aus der zu veröffentlichenden Bilanz ersichtlich wird. Freie Rücklagen aber kann die Vorstandschaft kraft eigener Entscheidungsbefugnis verwenden, ohne diesen Vorgang an die große Glocke zu hängen. Auch Baumbach und Hueck sind dieser Auffassung, wenn sie schreiben, daß die nominelle Kapitalerhöhung, insbesondere der Hebung der Kreditfähigkeit und der Sicherung der Gläubiger der Unternehmung dient, da das Grundkapital der Aktiengesellschaft wesentlich weniger leicht entzogen werden kann als bloße Rücklagen²⁾. Auch Härle weist darauf hin: "Von den Kapitalgebern wird es in der Regel als günstiger erachtet, wenn das Nominalkapital im Vergleich zu den Rücklagen groß ist, da Rücklagen - mit Ausnahme der gesetzlichen Rücklagen bei Aktiengesellschaften gemäß § 130 (Aktiengesetz von 1937) - im allgemeinen wesentlich leichter aufgelöst werden und damit ihre Garantiefunktion für das Fremdkapital verlieren können als das feststehende Nominalkapital"³⁾. Auch Würdinger spricht das Problem der unkontrollierten Mittelverwendung seitens der Unternehmensleitungen an⁴⁾. "Unkontrollierbare Mittel werden schon rein psychologisch zu spekulativen und riskanten Geschäften anregen"⁵⁾. Mit

1) Vgl. § 150/V AktG; vgl. Godin, R. und Wilhelmi, H., Aktiengesetz vom 6. Sept. 1965, Kommentar, 3. Aufl., bearb. von Wilhelmi, H. und Wilhelmi, S., Verlag Walter De Gruyter & Co., Berlin 1967, Band II, S. 1219.

2) Vgl. Baumbach, A. und Hueck, A., a.a.O., S. 625.

3) Härle, D., a.a.O., S. 128.

4) Vgl. Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs, a.a.O., S. 827.

5) Hagest, K., a.a.O., S. 101.

der Umwandlung dieser Mittel in Grundkapital wird aber diese Gefahr beseitigt. Somit wird den Interessen der Gläubiger entsprochen, mehr Klarheit über die wirtschaftlichen Verhältnisse der Unternehmung und damit über die Sicherheit ihrer Forderung zu finden.

32322. Liquiditätsbewußte Unternehmungsführung

Die Gläubigerzielfunktion, das hingegebene Kapital wieder zu erlangen, fordert, daß die ausgehenden Geldströme abgestimmt werden mit den eingehenden. Das bedeutet, daß der Gläubiger großes Augenmerk auf die Liquidität der Unternehmung legt¹⁾. Gerade auch unter diesem Gesichtspunkt der Liquidität muß der Vorstand einer Aktiengesellschaft, die ihr Kapital aus Gesellschaftsmitteln erhöht, besonderes Vertrauen entgegengebracht werden.

Es wäre falsch zu behaupten, die nominelle Kapitalerhöhung selbst schon die Liquidität der Unternehmung; aber sie ist das äußerlich für jeden erkennbare Zeichen einer bewußten Liquiditätspolitik in der Vergangenheit. Anstatt die Mittel als Gewinn an die Aktionäre auszuschütten, behielt man sie in der Unternehmung und stellte sie in die Rücklagen ein. Der Unternehmung wurden damit laufend liquide Mittel erhalten, die sie im Falle der Gewinnausschüttung hätte abgeben müssen. Durch die Umbuchung der Rücklagen auf Grundkapital werden diese Mittel dann endgültig der Gefahr entzogen, aus der Unternehmung abgeführt zu werden.

1) Vgl. Härle, D., a.a.O., S. 77.

Die nominelle Kapitalerhöhung weist also auf Fakten in der Unternehmung hin, die den Gläubigerwünschen voll Genüge leisten. Es kann hieraus eine Imagebeeinflussung durch die Maßnahme der nominellen Kapitalerhöhung nachgewiesen werden. Es wird deutlich, daß die Unternehmungsleitung eine Finanzpolitik praktiziert, welche die Liquidität und damit die Sicherheit der Kapitalforderung der Gläubiger stärkt. Die Wahrnehmungen decken sich mit den Wünschen der Gläubiger, das Image wird positiv beeinflußt, eine Basis für ein gesundes Vertrauensverhältnis zwischen Unternehmung und Gläubiger wird bereitet. Obgleich man argumentieren könnte, daß gerade die Maßnahme der Kapitalberichtigung die Unternehmung nun veranlassen wird, diese Beträge, die vorher als Rücklagen nicht dividendenberechtigt waren, in Zukunft auch mit Dividenden zu bedienen. Die Liquiditätswirkung ist aber nicht so bedeutend, wie wenn die Beträge, die jetzt nur "verzinst" werden sollen, selbst ausgeschüttet würden.

32323. Höhere zukünftige Ertragskraft

Die Ertragskraft der Unternehmung ist ein wesentlicher Faktor bei der Beurteilung der Kreditfähigkeit einer Gesellschaft. "Die Kreditfähigkeit ist in erster Linie eine Funktion der Vermögens- und Ertragslage des Kreditnehmers"¹⁾. Biedenkopf schreibt: "Substanz ohne Ertragskraft ist wertlos"²⁾. Für das Gläubigerziel einer angemessenen Verzinsung und der rechtzeitigen Rückzahlung des hingegebenen Kapitals ist die Ertragskraft der Unternehmung ein entscheidendes Beurteilungskriterium. Nur, wenn die Unternehmung auf die Dauer einen positiven Erfolg zu erwirtschaften in der Lage ist, wird sie auf lange

1) Mellerowicz, K. und Jonas, H., a.a.O., S. 29.

2) Biedenkopf, D., a.a.O., S. 822.

Sicht existieren können.

Wenn es gelingt, durch die Finanzierungsmaßnahme der nominellen Kapitalerhöhung diesem Gläubiger-Wunschbild einer ertragreichen Unternehmung zu entsprechen, so wird dadurch eine Interessenidentität mit den Gläubigern erstellt.

Der Beschluß, Rücklagen in dividendenberechtigtes Kapital umzuwandeln, kann als eine Entscheidung gewertet werden, die aus der Zuversicht in die zukünftige Ertragskraft des Unternehmens geboren wurde. Nicht so sehr auf Grund der Tatsache, daß die Gesellschaft nach der Kapitalerhöhung mehr dividendenberechtigtes Kapital bedienen muß, sondern eher, weil man glaubt, die Vorstandschaft habe wegen der besseren Ertragsaussichten das dividendenberechtigte Kapital erhöhen können, gewinnt die Unternehmung das zusätzliche Vertrauen der Gläubiger.

Diese Ertragskraft kann ein Gläubiger allein auf Grund der Bilanzen und Erfolgsrechnungen nur schwerlich ermitteln. Diese Unterlagen lassen nur Vergangenheitswerte erkennen; die Ertragskraft ist ein zukunftsorientierter Wert. Damit aber kommt ein großes Unsicherheitsmoment in die Kreditwürdigkeitsprüfung. Der Outsider muß sich daher auf Indizien verlassen. Die nominelle Kapitalerhöhung kann als ein solches Indiz gewertet werden. Mit Sicherheit ist dem im Dunkeln tastenden Gläubiger ein solcher Hinweis eine Hilfe bei der Beurteilung der Unternehmung.

"Eine Gesellschaft wird jedoch kaum geneigt sein, eine Umbuchung von Rücklagen auf Aktienkapital vorzunehmen, wenn sie nicht mit Sicherheit vorausszusehen glaubt, daß

die Gewinne künftiger Jahre ausreichen werden, für das neue höhere Kapital den gleichen Dividendensatz zu zahlen, den sie auf das bisherige Grundkapital ausschüttete. Das bedeutet aber praktisch die Ausschüttung einer höheren Dividendensumme" ¹⁾).

Damit aber wird durch die Maßnahme der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln das Wunschbild der Gläubiger erfüllt und ein positives Image bewirkt. "Denn je günstiger sich die Ertragslage darstellt, desto mehr wird das auf die eigene Erhaltung bedachte Fremdkapital sich ungefährdet fühlen" ²⁾).

33. Einbehaltung ausschüttungsfähiger Mittel in der Unternehmung

Selbstfinanzierung liegt vor, wenn der Gewinn teilweise oder ganz in der Unternehmung zurückbehalten wird ³⁾. In engem Zusammenhang mit dieser Selbstfinanzierung steht die Dividendenpolitik einer Gesellschaft ⁴⁾. Denn nur der nicht thesaurierte Gewinn steht für die Ausschüttung an die Aktionäre bereit.

Es ist Aufgabe dieser Untersuchung, zu ergründen, inwiefern im Rahmen interner Finanzierungsmaßnahmen - also auch der Selbstfinanzierung - das Image der Gesellschaft zu beeinflussen ist. Die Aktionärsinteressen werden direkt betroffen durch die Einbehaltung von Gewinnen ⁵⁾ und analog durch die ausgeschütteten Beträge. Es besteht also ein ursächlicher Zusammenhang zwischen der Selbst-

1) Früh, E., a.a.O., S. 192.

2) Sandig, C., Finanzierung mit Fremdkapital, a.a.O., S. 28.

3) Vgl. Hagest, K., a.a.O., S. 28 ff.

4) Vgl. Prion, W., Selbstfinanzierung der Unternehmungen, a.a.O., S. 19.

5) Vgl. Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs, a.a.O., S. 827.

finanzierung und der Dividendenpolitik. Aus diesem Grunde soll im Anschluß diese Dividendenpolitik untersucht werden.

Wir verlassen deshalb nicht den Kreis der internen Finanzierungsmaßnahmen, wie ihn die Themenformulierung vorschreibt. Nach wie vor bleiben die Maßnahmen der Selbstfinanzierung Gegenstand der Untersuchung; diese Maßnahmen werden lediglich dadurch zu Mitteln der Dividendenpolitik, daß sie in den Dienst von Überlegungen gestellt werden, wie die an die Aktionäre auszuschüttenden Beträge in ihrer Höhe zu beeinflussen sind. Die Mittel, deren sich also die Dividendenpolitik bedient, bleiben nach wie vor Maßnahmen des Finanzierungsbereichs, erst der Zweck macht sie darüber hinaus zu Maßnahmen der Dividendenpolitik. Kaiser bringt Ähnliches zum Ausdruck: "Ob etwas zur Dividendenpolitik gehört oder nicht, wird also durch den verfolgten Zweck und nicht durch das angewandte Verfahren, das verschiedenen Zwecken dienen kann, entschieden. Wenn man sich das immer vor Augen hält, so wird man nicht in Versuchung fallen, die Ausgabe von Aktien mit Bezugsrechtsgewährung zur Dividendenpolitik zu rechnen, wenn damit eine Erhöhung der Liquidität bezweckt ist, und man wird nicht Dividendenpolitik hinter der Ausgabe von Gratisaktien vermuten, wenn damit die Auflösung und Rückwanderung angehäufter Reserven, die mit dem Ausgleich der Reserven nichts zu tun haben, bezweckt ist. Auch die Zurückbehaltung von Gewinnanteilen, wenn sie nicht ausschließlich im Hinblick auf einen Ausgleich der einzelnen Jahresergebnisse hinzielt, wird man nicht zur Dividendenpolitik zählen können"¹⁾. Schon im Kapitel über die nominelle Kapitalerhöhung²⁾ ist angeklungen, daß die Bemessung der

1) Kaiser, H., Dividendenpolitik, Verlag Paul Haupt, Bern 1938, S. 51

2) Vgl. S. 106.

Dividende ein wirksames Mittel darstellen kann in der Bemühung, Einfluß zu nehmen auf das Image und das Vorstellungsbild, das sich der Außenstehende von der Aktiengesellschaft entwickelt. Deshalb soll die Dividendenpolitik unter diesem Gesichtspunkt der Imagebeeinflussung umfassend behandelt werden. In diesem Abschnitt soll aufgezeigt werden, inwieweit die Dividende als Instrument gelten kann, um das Image zu beeinflussen, das die Gesellschaft bei ihren Beobachtern, also Aktionären und Gläubigern in gleicher Weise genießt. Es wird klar werden, daß die Dividende eine nach außen hin sichtbare Regung der Gesellschaft darstellt, die bestimmte interne Finanzierungsvorgänge deutlich zu machen vermag.

331. Definition der Dividendenpolitik

Bezüglich des Begriffes der Dividendenpolitik soll von der Definition Webers ausgegangen werden: "Unter dem Begriff der Dividendenpolitik fallen alle finanzpolitischen Maßnahmen der Unternehmungsorgane, die darauf gerichtet sind,

- 1) die Gewinnausweisung oder Gewinn- und Zusatzkapitalverwendung im Hinblick auf die den Aktionären als Gesamtheit zukommende Dividende zu beeinflussen,
- 2) auf Höhe und Form der jedem einzelnen Gesellschaftler pro Geld- und/oder Wertpapiereinheit zufließenden Dividende einzuwirken"1).

Bei dieser Definition wird klar, daß Weber auch diejenigen

1) Weber, K., Dividendenpolitik, in: Mitteilungen aus dem handelswissenschaftlichen Seminar der Universität Zürich, H. 99, Verlag Schulthess & Co. A.G., Zürich 1955, S. 22.

Maßnahmen zur Dividendenpolitik zählt, die nicht den Dividendensatz, aber den absoluten Dividendenbetrag verändern, indem der Aktienbetrag des einzelnen Aktionärs vergrößert oder verkleinert wird. Allerdings wird deutlich, daß diese Definition ebenso solche Maßnahmen umschließt, die keine Selbstfinanzierungsmaßnahmen sind. So denkt Weber auch an eine Beeinflussung der Dividende durch Schaffung verschiedener Aktiengattungen. Aber in dieser Arbeit sollen lediglich solche dividendenpolitische Maßnahmen behandelt werden, die sich in den Rahmen der Selbstfinanzierung fügen lassen.

332. Mittel der Dividendenpolitik

Aus obiger Definition geht hervor, daß schon die Einflußnahme auf die Gewinnausweisung Dividendenpolitik sein kann.

3321. Stille Reserven

Nach § 148 AktG hat der Vorstand den Jahresabschluß anzufertigen, wenn von der Vorschrift des § 173 abgesehen wird, nach der die Hauptversammlung den Jahresabschluß feststellt. Somit liegt es in den Händen des Vorstandes, durch Bildung stiller Reserven den am Ende des Jahres ausgewiesenen Jahresüberschuß zu beeinflussen. Zwar ist die Möglichkeit der Bildung stiller Reserven im Vergleich zum Aktiengesetz von 1937 in Folge der Bewertungsvorschriften weitgehend eingeschränkt; aber ein gewisser minimaler Bewertungsspielraum ist der verantwortlichen Unternehmensleitung noch belassen worden, der auch unter den geltenden

aktienrechtlichen Vorschriften stille Reserven zuläßt¹⁾.

Die stillen Reserven sind zu unterscheiden in freiwillige und erzwungene. So obliegt ihre Bildung nicht der Einflußnahme der Unternehmungsorgane, wenn sie laut Gesetz vorgeschrieben ist. Es können beispielsweise die immateriellen Anlagewerte, die nicht entgeltlich erworben wurden, stille Reserven darstellen. Solche Reserven können aber nicht Gegenstand dieser Untersuchung sein; denn sie sind ja nicht Folge von in den Dienst der Dividendenpolitik gestellten bilanzpolitischen Entscheidungen, sondern Folge gesetzlicher Vorschriften. Als Mittel der Dividendenpolitik können nur diejenigen stillen Reserven gelten, die kraft zweckbewußter Überlegungen der Unternehmungsorgane gelegt wurden oder, die aus der freien Entscheidung der Unternehmungsleitung entstanden sind, um den in der Jahresbilanz ausgewiesenen und zur Verteilung gelangenden Bilanzgewinn verzerrt erscheinen zu lassen. Weiß sieht in der Bildung stiller Reserven durch entsprechend niedere Bewertung von Anlagen und Beständen bzw. durch verstärkte Abschreibungen, ein geeignetes Mittel, die Dividende wirksam zu beeinflussen²⁾.

Weber, der ebenfalls den erzwungenen gesetzlichen stillen Reserven nur eine geringe dividendenpolitische Bedeutung beimißt, sieht in der Bewertung des Umlauf- und des Anlagevermögens eine besondere Eignung für dividendenpolitische Zwecke³⁾. Er weist allerdings auch auf einige Schwierigkeiten hin, die bei der Handhabung stiller Reserven für dividendenpolitische Zwecke entstehen. So kann die

1) Vgl. Kropff, B., a.a.O., S. 217 ff.

2) Vgl. Weiß, A., Dividende und Dividendenpolitik, in: Nicklisch, H. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band II, 1. Aufl., Stuttgart 1926, Sp. 459.

3) Vgl. Weber, K., a.a.O., S. 54.

freiwillige Auflösung solcher Reserven oft erschwert sein¹⁾. Aber gerade die Auflösung der Reserven ist für die Verwertung als dividendenpolitisches Mittel ebenso wichtig wie die Legung derselben. Verfolgt die Unternehmensleitung eine Politik der Dividendenstabilisierung, dann sollen mittels der stillen Reserven Teile des Gewinnes von gewinnträchtigen Jahren verlagert werden in gewinnschwächere Jahre.

3322. Offene Rücklagen

Ähnlich wie bei den stillen Reserven können auch bei den offenen Rücklagen die gesetzlich vorgeschriebenen Zuweisungen nicht als Mittel der Dividendenpolitik gelten. Auch hier sind nur die freiwilligen Rücklagendotierungen gemeint, wenn von den offenen Rücklagen als dividendenpolitisches Mittel die Rede ist. Weber trennt sorgfältig diese erzwungenen offenen Reserven von den dividendenpolitischen Mitteln²⁾. Die offenen Rücklagen, die also hier von Interesse sind, fallen in den Bereich der Gewinnverwendung; diese beschließt die Hauptversammlung; zur Gewinnverwendung gehört auch die Entscheidung, "ob der Überschuß dem Unternehmen zur Verfügung gestellt oder ausgeschüttet werden soll"³⁾. Nach § 59 AktG kann die Satzung den Vorstand und Aufsichtsrat zur Einstellung eines größeren Teils als der Hälfte des Jahresüberschusses ermächtigen. Aber auch ohne diese Ermächtigung kann der Vorstand die Hauptversammlung um weitere Rücklagendotierungen bitten. Jedenfalls müßten solche zusätzlichen Zuweisungen begründet werden. Die Vorstandschaft sollte also

1) Vgl. Weber, K., a.a.O., S. 55 f.

2) Vgl. ebd., a.a.O., S. 62 f.

3) Kropff, B., a.a.O., S. 217.

befähigt sein, die Kapitaleigner von der Notwendigkeit einer konstruktiven Dividendenpolitik zu überzeugen. "Das führt zu einer besseren Information der Aktionäre und dient damit einem wichtigen Anliegen des Gesetzgebers"¹⁾. Auch in der Begründung zum Regierungsentwurf werden keine allzu großen Schwierigkeiten in dieser Trennung von Feststellung des Jahresabschlusses und Gewinnverwendung gesehen. "Glaubt eine Verwaltung, daß sie in einem Geschäftsjahr über den ihr satzungsmäßig zur Verfügung stehenden Teil des Jahresüberschusses noch weitere Beträge für die Rücklagenbildung benötigt, so muß sie der Hauptversammlung die Gründe darlegen und den Aktionären eine entsprechende Beschlußfassung vorschlagen. Liegen stichhaltige Gründe vor, so werden die Aktionäre im eigenen Interesse die notwendigen Rücklagen beschließen, weil auch ihnen daran gelegen sein muß, daß sich ihr Unternehmen am Markt behauptet"²⁾.

Weber mißt den offenen Rücklagen für eine Dividendenpolitik eine besonders große Bedeutung bei. "Durch die freiwillige Bildung offener Reserven haben die zuständigen Organe der Unternehmung grundsätzlich die Möglichkeit, die Dividende in wirksamer Weise zu beeinflussen. Dabei kommt den zum Zweck der Dividendenstabilisierung gebildeten Rücklagen mindestens theoretisch eine beachtliche Bedeutung zu.... Die Distribution einer gleichmäßigen Dividende wird den Aktiengesellschaften in starkem Maße erleichtert, wenn sie in Zeiten guten Geschäftsganges Teile des erzielten Gewinnes einbehalten"³⁾. Kaiser sieht in den offenen freiwilligen Reserven das geeignetste Mittel, um die Gewinne der einzelnen Jahre der Höhe nach

1) Godin, R. und Wilhelmi, H., Aktiengesetz vom 6. Sept. 1965, Kommentar, 3. Auflage, bearb. von Wilhelmi, H. und Wilhelmi, S., Verlag Walter De Gruyter & Co., Berlin 1967, Band 1, S. 289.

2) Kropff, B., a.a.O., S. 75.

3) Weber, K., a.a.O., S. 63.

untereinander auszugleichen. Am klarsten ist es für ihn, wenn für den Reservenbetrag auf der Passivseite ein entsprechendes Reservekonto eingerichtet wird. Trotzdem würden in der Praxis aus optischen Gründen die stillen Reserven vorgezogen¹⁾.

Es ist klar, daß entsprechend der von Weber gegebenen Definition nicht nur die Zuführung zu den Rücklagen in den Bereich der Dividendenpolitik gehört, sondern auch die Auflösung. Die Verwendung von Zusatzkapital, das durch Ansammlung von Gewinnen mehrerer Jahre entstanden ist, gilt ebenfalls als Mittel der Dividendenpolitik.

3323. Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln

Der Zweiteilung der Definition Webers nach gehören aber auch solche Maßnahmen zum Instrumentarium der Dividendenpolitik, die den auszuschüttenden Dividendenbetrag dadurch erhöhen, daß das Kapital der Gesellschafter, auf das die Dividende auszuschütten ist, vergrößert wird, wenn ein konstanter Dividendensatz beibehalten bzw. der Dividendensatz in anderem Verhältnis vermindert wird²⁾. So gehört zu diesen Maßnahmen die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln. Sie soll hier nicht näher behandelt werden, weil sie im Punkt 32 schon ausführlich dargelegt wurde.

Wesentlich ist, daß der Zusammenhang zwischen der Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und der Dividendenpolitik nicht darin zu sehen ist, daß durch die Kapitalerhöhung Mittel in der Unternehmung gebunden werden,

1) Vgl. Kaiser, H., a.a.O., S. 73.

2) Vgl. S. 60.

welche sonst für die Ausschüttung an die Kapitaleigner bereitgestanden wären¹⁾. Dies wäre nicht schlüssig, weil die für die Barausschüttung geeigneten Mittel bereits durch die Rücklagenbildung für die Verwendung in der Unternehmung reserviert wurden und nicht erst durch den wesentlich später erfolgenden Kapitalerhöhungsbeschluß. Ein solcher Zusammenhang mit der Dividendenpolitik, wie Kaiser ihn sieht, besteht vielmehr bei der später²⁾ zu behandelnden Stock-Dividende. Bei der nominellen Kapitalerhöhung dagegen ist die dividendenpolitische Wirkung viel eher in der Gestaltung der zukünftigen Dividende zu sehen. Und darauf weist Kaiser überhaupt nicht hin.

Der nominelle Kapitalanteil der Aktionäre steigt infolge der Kapitalerhöhung und damit werden bei gleichem Dividendensatz höhere Dividendenbeträge verteilt.

Wie bereits gesagt, kommt es darauf an, daß mit der nominellen Kapitalerhöhung eine Beeinflussung der Dividende beabsichtigt ist; nur insoweit kann sie als Mittel der Dividendenpolitik gelten. Kaiser weist darauf hin, daß meist finanz- oder kapitalpolitische Gründe für eine Maßnahme wie die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln oder eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechten sprechen und nur am Rande auch dividendenpolitische Effekte erzielt werden. Im Allgemeinen ist dem zuzustimmen; doch gerade für die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln geht Kaiser etwas zu weit, wenn er sagt: "Was für Maßnahmen hier auch ergriffen werden, so muß doch betont werden,

1) Vgl. Kaiser, H., a.a.O., S. 37.

2) Vgl. Kapitel 3325.

daß der bloße Wille, die Dividende zu verändern, in der Regel nicht ausreichen würde, sie zu rechtfertigen, da sie stets mehr oder weniger tief in die gesamte Finanz- oder Kapitalpolitik der Unternehmung eingreifen. Da also meist kein Verhältnis zwischen Mittel und Zweck besteht, können wir folglich in diesem Zusammenhang nur sehr schwer von Dividendenpolitik sprechen¹⁾. Aber gerade im Hinblick auf die nominelle Kapitalerhöhung kann das nicht behauptet werden. Die Dividendenbeeinflussung dieser Finanzierungsmaßnahmen ist eine der Hauptabsichten des Gesetzgebers gewesen, als er das Gesetz über die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln und über die Gewinn- und Verlustrechnung vom 23. Dezember 1959 schuf²⁾.

3324. Kapitalerhöhung durch Baremission

Ein ähnliches Problem der Abgrenzung, ob die Maßnahme dividendenpolitischer oder kapitalpolitischer Natur ist, besteht bei der Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsgewährung. Die Kapitalerhöhung hat umso mehr Finanzierungscharakter, je höher der Ausgabekurs festgesetzt wird, je weniger also das Bezugsrecht wert ist. Andererseits tritt umso mehr die Absicht der Verwässerung des Grundkapitals in den Vordergrund, je wertvoller das Bezugsrecht ist, je näher also der Ausgabekurs an den Parikurs zu liegen kommt³⁾. Im letzteren Fall kann die Maßnahme auch hauptsächlich dividendenpolitisch begründet sein. Ein auf diese Weise verwässertes Grundkapital bietet in erster Linie

1) Kaiser, H., a.a.O., S. 39 f.

2) Vgl. Gessler, E., a.a.O., S. 10.

3) Vgl. S. 60.

eine breitere Basis der Dividendenberechnung. Dies bringt auch Kaiser zum Ausdruck, wenn er schreibt: "In der Höhe des Bezugskurses kann nun also bei der Ausgabe von Aktien mit Bezugsrechtsgewährung an die alten Aktionäre ein Kriterium dafür gegeben sein, ob Kapital- oder Dividendenpolitik vorliegt"¹⁾.

3325. Stock-Dividende

Eine Maßnahme, die am ehesten allein unter dividendenpolitischen Absichten getroffen wird, stellt die Stock-Dividende dar. Zwar kann auch sie liquiditätsorientiert sein; aber dividendenpolitisch kann sie in zweifacher Weise begründet werden. Einmal ist ihre Wirkung ähnlich wie die der Gratisaktien; Gewinne werden in Grundkapital umgewandelt; somit ist für die Zukunft ein höheres Grundkapital dividendenberechtigt. Zum anderen aber stellt die Stock-Dividende eine zusätzliche Dividende dar. Auch wenn diese zusätzliche Dividende zunächst in Wertpapieren ausgegeben wird, so kann sie derjenige Aktionär, der eine Bardividende vorzieht, jederzeit durch Verkauf in die gewünschte Form verwandeln.

Der Ausdruck "Stock-Dividende" kommt aus dem Amerikanischen; in den Vereinigten Staaten ist sie auch am weitesten verbreitet. Zwar verwenden die Amerikaner den Ausdruck "stock dividend" sowohl für die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, also die Rücklagenumwandlung, als auch für die Umwandlung des Periodengewinns in Grundkapital. Eine Unterscheidung zwischen beiden Begriffen treffen die amerikanischen Autoren lediglich nach der jeweiligen Höhe

1) Kaiser, H., a.a.O., S. 39.

des Dividendensatzes. So gibt Bogen für die Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln Sätze zwischen 25 % und einigen 100 % an. Für die Stock-Dividende im hier verstandenen Sinne spricht er von 2 1/2 % vierteljährlich¹⁾.

In Deutschland findet sie in reiner Form kaum Anwendung²⁾. Nach §§ 207/III und 208/I AktG ist die Stock-Dividende in dieser Form in Deutschland nicht möglich. "Auch wenn der im letzten Geschäftsjahr erzielte Bilanzgewinn im Gewinnverwendungsbeschuß den offenen Rücklagen zugewiesen wird, kann er - anders als im geltenden Recht - nicht mehr anschließend sofort in Grundkapital umgewandelt werden"³⁾.

Es soll hier aber nur auf die reine Stock-Dividende eingegangen werden und nicht auf die zahlreichen Mischformen. Es kommt nur darauf an, die Bedeutung der Stock-Dividende im Rahmen der Dividendenpolitik aufzuzeigen.

Die Stock-Dividende ist nach Kulke "eine Emission von Gratisaktien aus dem Periodengewinn an die Anteilseigner der Gesellschaft"⁴⁾. "Eine Dividende in Form eines zusätzlichen Anteils an Capital Stock, deren Besonderheit es ist, im Unterschied zu den Gratisaktien aus der Auflösung von in früheren Rechnungsperioden gebildeten Rücklagen, aus dem jeweiligen Jahresüberschuß gewährt zu

1) Vgl. Bogen, J., Financial Handbook, 3. Aufl., The Ronald Press Company, New York 1956, S. 798; vgl. Rauch, K., a.a.O., S. 28.

2) Vgl. Rittershausen, H., a.a.O., S. 147 ff.

3) Godin, R. und Wilhelmi, H., Aktiengesetz vom 6. Sept. 1965, Band 2, a.a.O., S. 1126.

4) Kulke, F., Stockdividende - eine Liquiditätsfrage, in: ZfgK, Jg. 1963, H. 5, S. 186.

werden"¹⁾. Büschgen, der unter Stock-Dividende das gleiche versteht, unterscheidet zwischen periodischer und substitutiver Stock-Dividende. "Periodische Stock-Dividenden werden in mehreren aufeinanderfolgenden Jahren gegeben; sie überführen laufend Reingewinne der laufenden bzw. jeweils abgelaufenen Geschäftsjahre in Grundkapital". "Dem gegenüber werden substitutive Stock-Dividenden an Stelle von Bardividenden gewährt, ohne daß die Aktionäre eine Option erhielten"²⁾. Diese letzte Form der Stock-Dividende ist offensichtlich eine vorwiegend liquiditätsorientierte und damit finanzpolitische Maßnahme, wobei der Gedanke der Dividendenregulierung zurücktritt. Büschgen bezeichnet sie damit auch als eine reine "Notmaßnahme". Unsere Überlegungen sollen deshalb nur von der periodischen Stock-Dividende ausgehen, die zusätzlich zur normal üblichen Bardividende gewährt wird.

333. Beeinflussung des Unternehmungs-Image als Ziel der Dividendenpolitik

Die verschiedenen Mittel der Dividendenpolitik sind aufgezeigt, soweit sie auch Maßnahmen der Selbstfinanzierung darstellen. Es gibt daneben noch andere Möglichkeiten, Dividendenpolitik zu treiben, wie etwa die Schaffung verschiedener Aktiengattungen³⁾ oder die zusätzliche Gewährung von Boni. Doch diese Formen stellen keine Selbstfinanzierungsart dar, und gehören damit nicht in den Bereich der internen Finanzierung.

1) Kulke, F., a.a.O., S. 186.

2) Büschgen, H., Stock-Dividenden in der Finanzierungs- politik deutscher Aktiengesellschaften, in: 8FuPr., 15. Jg., 1963, H. 9, S. 497 ff.

3) Vgl. Weber, K., a.a.O., S. 119 ff.

Es ist nun zu untersuchen, inwiefern es der Unternehmungsleitung gelingen kann, mittels der Dividendenpolitik Einfluß zu nehmen auf das Image der Gesellschaft, das sie bei ihren Beobachtern genießt.

3331. Aktionärspflege

Eines der Hauptziele der Dividendenpolitik ist die Aktionärspflege. Die Beziehungen zum Aktionär sollen mittels der Dividendengestaltung gepflegt und gefördert werden.

Die Interessenlagen der individuellen Kapitaleigner innerhalb der gesamten Aktionärschaft einer Gesellschaft sind oft sehr verschieden. Schmidt formuliert: "Die Unternehmung kann damit einem Bündel von Gewinnausschüttungserwartungen der Eigenkapitalgeber gegenüberstehen. Sie sind von subjektiven Erwägungen abhängig, die die Belange der privaten Sphäre, Kapitalanlagemöglichkeiten, spekulative Momente oder auch Gewinnverzichte umschließen. Sie treten umso differenzierter in Erscheinung, je mehr Eigenkapitalgeber unterschiedlicher Interessenlagen vorhanden sind"¹⁾.

Ein Aktionär, der gezwungen ist, mit den Erträgen seiner Aktien sein verfügbares Einkommen aufzubessern, wird sein Hauptaugenmerk den Ausschüttungen zuwenden.

Ein Großaktionär, der beispielsweise die Unternehmungs- politik seines gesamten Konzerns im Auge hat, wird die

1) Schmidt, R., die Gewinnverwendung der Unternehmung, Verlag Duncker und Humblot, Berlin 1963, S. 148.

Gesamtzusammenhänge der Gesellschaft und ihre Integrierung in den Konzern beachten und unter diesem Gesichtspunkt seine Aktien beurteilen.

Und wiederum anders wird ein Anleger seine Aktien bewerten, wenn er diese in erster Linie zur Erhaltung seines Kapitals kaufte; dieser wird seine Wahl vorwiegend nach dem Gesichtspunkt des Kapitalzuwachses treffen. Dividenden interessieren ihn nur insoweit, als sie Aussagen zulassen über die Wertentwicklung seines Investments¹⁾. Aber reine Renditeüberlegungen stehen bei ihm im Hintergrund²⁾.

Im Gegensatz dazu steht der Spekulant, der weder an Dividenden noch an Kapitalzuwachs interessiert ist, sondern nur an möglichst hohen Kursgewinnen.

Wie bereits dargelegt³⁾, soll hier jedoch nur der Anlageaktionär untersucht werden, der seine Aktien langfristig hält und somit in eine enge und dauerhafte Beziehung zur Gesellschaft tritt. Sein Aktiendepot ist regelmäßig klein. Es wirft daher in jedem Fall nur eine kleine Dividende ab, die deshalb in ihrer Bedeutung nur sehr gering ist⁴⁾. Dieser Aktionär scheint der Vertreter der großen Aktionärsmasse, der Durchschnittsaktionär oder Publikumsaktionär zu sein. Seine Einstellung zu Handlungen und Reaktionen der Unternehmung zu kennen, ist deshalb

1) Vgl. Deuss, P., a.a.O., S. 239; vgl. Stützel, W., Diskussionsbeitrag, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 246.

2) Vgl. S. 62 f.

3) Vgl. S. 62.

4) Vgl. Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 764.

am interessantesten und effektivsten. Die Spekulanten und Großaktionäre sollen wegen der starken Differenziertheit ihrer individuellen Interessen von der Untersuchung ausgeklammert werden¹⁾. Die Untersuchung gilt nur dem Anlegeraktionär, dem Sparer unter den Aktionären²⁾.

33311. Eindruck eines steten Einkommens und einer sicheren Kapitalanlage

Gegenstand der Untersuchung soll der Anlageaktionär sein; es gilt, sein Vertrauen zu gewinnen. Ist die Unternehmungsleitung sich der Gefolgschaft eines großen Aktionärskreises sicher, so ist es für sie leichter, Kapital im Bedarfsfall zu beschaffen. Vertrauen aber kann die Unternehmung nur gewinnen, wenn die Vorstandschaft ständig um einen Interessenausgleich zwischen Aktionären und der Gesellschaft bemüht ist. Dieser Ausgleich entsteht durch die Verbindung objektiver Tatsachen und Äußerungen der Unternehmung mit der persönlichen Sphäre der Beobachter und er fördert somit die Bildung eines positiven Image.

Die Dividendenpolitik ist eine Maßnahme mittels derer die Unternehmungsleitung Tatsachen schaffen kann, die der Beobachter - hier der Aktionär - auf seine Erlebnisswelt projiziert. Um aber zu gewährleisten, daß sich das dabei ergebende Image positiv gestaltet, muß die Interessenssphäre der Anleger bekannt sein.

Wie wertvoll und wichtig bei der Gewinnung des Aktionärstrauens die Dividendenpolitik ist, haben die amerikanischen

1) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 46; vgl. Seite 62.

2) Vgl. Hintner, O. und Obst, G., a.a.O., S. 662.

Gesellschaften schon länger erkannt. So hat die American Telephone and Telegraph Company ganz bewußt eine Dividendenpolitik betrieben, die den Interessen der Aktionäre entgegenkam. "Sie sicherte sich dadurch einen stetigen Zufluß neuen Kapitals und die Beliebtheit bei ihren Aktionären"¹⁾.

Bei dem Typ des Anlageaktionärs, der dem des Kleinaktionärs - von wenigen Ausnahmen abgesehen - entspricht²⁾, sind im Rahmen der monetären Ziele, "auf die sich die Aktivität der meisten Streubesitzer unter den heute gegebenen Bedingungen vornehmlich konzentrieren dürfte"³⁾, zwei Formen möglich: Das Streben nach Barrendite und das Streben nach Wertzuwachs bzw. Substanzanreicherung des Investments.

Es soll noch später darauf hingewiesen werden, daß die dem Renditedenken zugewandten Aktionäre sich vornehmlich aus Inhabern von Renditepapieren rekrutieren, während die Aktionäre von Gesellschaften mit Wachstumschancen mehr dem Substanzwertdenken zuneigen⁴⁾. Unabhängig von dieser generellen Unterscheidung zwischen Renditewerten und Wachstumswerten gibt es noch mehrere Gründe, warum die Durchschnittsaktionäre mehr der Bardividende zusprechen oder mehr dem Wertzuwachs ihrer Kapitalanlage.

Die einen Autoren sind der Meinung, die Daueraktionäre würden sich deshalb der Dividende zuwenden und sich ausschließlich für diese interessieren, weil sie nicht darauf vertrauen, daß die einbehaltenen Beträge an der Börse

1) Harden, J., a.a.O., S. 11.

2) Vgl. Hornef, H., a.a.O., S. 229; vgl. Deuss, P., a.a.O., S. 169.

3) Hielscher, U., a.a.O., S. 122.

4) Vgl. S. 105 und S. 107.

entsprechend bewertet werden¹⁾. Die anderen Autoren sind der Auffassung, daß sich das Interesse des Durchschnittsaktionärs deshalb auf die Dividende beschränkt, weil er infolge seines geringen Anteils an der Unternehmung keinen Einfluß auf die Geschäftsführung nehmen kann²⁾. "Darüberhinaus fehlt für ein weitergehendes Interesse auch oft die erforderliche Sachkenntnis"³⁾.

Doch auch diese Autoren schließen nicht aus, daß bei den Anlageaktionären der Wunsch nach Kursgewinnen vorhanden ist⁴⁾, sowie das Streben nach Beständigkeit und Sicherheit der Geldanlage⁵⁾. Dieser letztere Wunsch beinhaltet implizit den Wunsch nach höherer Ertragskraft der Unternehmung.

"Der Bewertung einer Aktie nach ihrer gesamten Ertragskraft liegt die Vorstellung zugrunde, daß auch der nicht ausgeschüttete Gewinn auf längere Sicht dem Aktionär zugute kommt, da durch ihn der Unternehmung Mittel zur weiteren Expansion zur Verfügung gestellt werden"⁶⁾. Nur die Ertragskraft der Unternehmung ist maßgebend für den Wert der Aktien, die von dieser Unternehmung ausgegeben werden. "Substanzwert ohne Ertragskraft ist wertlos"⁷⁾.

1) Vgl. Muthesius, V., a.a.O., S. 204; vgl. Baehring, B., a.a.O., S. 63.

2) Vgl. Schrempf, C., Die Doppelnatur der Aktie, in: Der Volkswirt, B. Jg. 1954, H. 14, S. 11; vgl. Harden, J., a.a.O., S. 11; vgl. Deuss, P., a.a.O., S. 169.

3) Hornef, H., a.a.O., S. 229.

4) Vgl. Muthesius, V., a.a.O., S. 204; vgl. Hornef, H., a.a.O., S. 229; vgl. Graham, B., Dodd, D., Cottle, S., a.a.O., S. 480; vgl. Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 764.

5) Vgl. Schrempf, C., Geld richtig anlegen, a.a.O., S. 120 f.

6) Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 43.

7) Biedenkopf, D., a.a.O., S. 822; vgl. Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 48 ff.

Eine Dividendenpolitik, die den Wunsch nach einer beständigen und krisensicheren Kapitalanlage, die sich vorwiegend in einer hohen Ertragskraft manifestiert, und gleichzeitig auch dem Wunsch nach einer angemessenen Verzinsung des Investments entspricht, wird das Ziel einer positiven Imagebeeinflussung am ehesten fördern.

333111. Durch Dividendenstabilität

Somit kommt dem psychologischen Komplex von Erwartung und Hoffnung auf eine krisenfeste und wertbeständige Kapitalanlage eine stabile Dividende am ehesten entgegen.

Diese Tatsache scheint in Amerika allgemein bekannt zu sein; denn die amerikanischen Unternehmen legen im allgemeinen Wert auf stabile Dividenden. Husband and Dockeray versuchen dies anhand statistischer Unterlagen zu belegen¹⁾. Nicht eine maximale sondern eine optimale Dividende wird von den Publikumsaktionären angestrebt. Denn eine überhöhte Dividende kann, wenn sie auf die Dauer gewährt wird, den Bestand der Unternehmung gefährden.

Zumindest aber sind größere Gewinne der Aktionäre durch Gratisaktien oder zufriedenstellende Renditen für junge Aktien nicht sehr wahrscheinlich, weil eine Selbstfinanzierung bei solchen Renditepapieren nur in geringem Maße möglich war²⁾. Berle und Means vertreten die Ansicht, daß

1) Vgl. Husband, W. and Dockeray, J., a.a.O., S. 460.

2) Vgl. Wolfsturm, P., a.a.O., S. 261.

überhöhte Dividenden nicht im Interesse des Anlegers liegen: Im allgemeinen gilt sein Interesse erstens der Tatsache, daß die Gesellschaft einen maximalen Gewinn erzielt bei einem vertretbaren Maß von Risiko; zweitens, daß soviel vom Gewinn ausgeschüttet wird, wie es die Geschäftsinteressen erlauben¹⁾. Prion sieht in einer stabilen Dividende die Interessen der Aktionäre vertreten²⁾. Am besten eignet sich für die Zwecke der Stabilisierung der Gewinnausschüttung die Reserwendotierung, der Ausgleich zwischen gewinnstarken und gewinnschwächeren Jahren mittels Reserven³⁾. Kaiser, der die für Zwecke der Dividendenpolitik gebildeten Reserven, die stillen sowohl wie die offenen, allgemein Ausgleichsfonds nennt, schreibt hinsichtlich ihrer Bedeutung für die Dividendenpolitik: "Die Schaffung von Ausgleichsreserven stellt ein Hauptmittel zur Erreichung einer stabilen Dividende und dadurch zur Erreichung einer strukturgemäßen Stabilität und Kontinuität in der Aktiengesellschaft dar, indem die in ertragreichen Jahren gebildeten Rückstellungen (der Verf.: gemeint sind Rücklagen) der betreffenden Gesellschaft die Möglichkeit in die Hand geben, in minder ertragreichen Jahren die Dividende gar nicht oder nur wenig zu verringern"⁴⁾.

Es sind zwar betriebswirtschaftlich stille Reserven vor allem deshalb vorzuziehen, weil die Verwaltung diese Reserven nach ihrem Gutdünken verwenden kann, ohne daß sie die Hauptversammlung befragen müßte⁵⁾. "Sie können, wenn es die Not oder die Gelegenheit erfordert, in jedem Augen-

1) Vgl. Berle, A. and Means, G., a.a.O., S. 121.

2) Vgl. Prion, W., Dividendenpolitik und stille Reserve, in: Bankwissenschaft, 5. Jg., 1928/29, 2. Halbjahresband, H. 23, S. 889.

3) Vgl. Weber, K., a.a.O., S. 52 und 63.

4) Kaiser, H., a.a.O., S. 68.

5) Vgl. Schrepff, C., Geld richtig anlegen, a.a.O., S. 178.

blick ihrer eigentlichen Zweckbestimmung entzogen werden, indem z.B. außergewöhnliche Verluste gedeckt oder diskretere Beteiligungen erworben werden"¹⁾.

Aber eine allzu kräftige "Bilanzverunstaltung" lehnt Prion im Interesse des öffentlichen Kapitalmarktes ab²⁾. Weber sagt: "Es ist deshalb verständlich, daß mit zunehmender Wertschätzung der 'Stockholders relations' der offenen Selbstfinanzierung ganz allgemein wieder vermehrte Aufmerksamkeit geschenkt wurde, konnte doch mit den diesbezüglichen Vorkehrungen die mit dem Einsatz stiller Reserven eng verknüpfte Gefahr des Machtmißbrauchs durch die 'manager' wenigstens zum Teil umgangen werden"³⁾. In der Regel wird der Anlageaktionär im Interesse der Betriebserhaltung zugunsten einer entsprechenden Stärkung der Reservenpolster gerne auf überhöhte Dividenden verzichten, vorausgesetzt aber, er sieht auch, wie mit diesen in der Unternehmung behaltenen Gewinnen verfahren wird, d.h. daß offene Rücklagen gebildet werden.

"Supposedly investors prefer stocks with stable dividends, even to the extent of minimizing the importance of dividend level"⁴⁾. Soweit also eine stabile Dividende durch Gewinnthesaurierung erreicht werden kann, kommen solche Reserven dem Wunsch des Aktionärs entgegen, den Betrieb in seiner Existenz zu sichern, ihn krisenfest zu machen, indem auch für eventuelle, nicht erkennbare und unerwartete Risiken vorgesorgt wird⁵⁾. "Den Anlageaktionär kennzeichnet eine grundsätzliche positivere Einstellung zu 'seinem Unternehmen', da er eine dauernde Beteili-

1) Prion, W., Dividendenpolitik und stille Reserve, a.a.O., S. 895; vgl. Rathenau, W., Vom Aktienwesen, Verlag S. Fischer, Berlin 1917, S. 56.

2) Vgl. Prion, W., Dividendenpolitik und stille Reserve, a.a.O., S. 895.

3) Weber, K., a.a.O., S. 184; vgl. Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, a.a.O., S. 144.

4) Walker, E. and Baughn, W., a.a.O., S. 235.

5) Vgl. Schmidt, R., a.a.O., S. 194.

gung erstrebt und demgemäß an einer langfristigen Erhaltung und Sicherung des Unternehmens gleichermaßen interessiert sein muß, wie an dem Ertrag, den dieses Unternehmen ihm gewähren kann"¹⁾. Die sichere Kapitalanlage und ein wertbeständiges Investment sind für den Anleger- bzw. Spareraktionär²⁾ von besonderer Bedeutung.

Dieser Aktionärstypus liegt auch dem Aktiengesetz gedanklich zugrunde, weil er sich als Beteiligter der Gesellschaft fühlen soll³⁾. Diesem Aktionärsinteresse kommt eine Reservenpolitik entgegen, die auch in Jahren guter und bester Erträge die Dividende stabil hält. "Such policies are primarily for the welfare of stockholders and not for the professional speculators who are favored by unusual and unexpected news and are dulled by the monotony of regular dividend declarations"⁴⁾. Insofern laufen die Interessen von Verwaltung und Anleger konform, weil mit den verbleibenden Mitteln für schlechte Jahre vorgesorgt wird und in der Regel die Ertragskraft der Unternehmung für die Zukunft gesichert wird. Der Wert der Aktien orientiert sich aber im wesentlichen an der Ertragsaussicht der Unternehmung⁵⁾.

Früher galt das Interesse der Anteilseigner ausschließlich der Rendite ihrer Aktien, so daß die Bewertung der Aktien sich nur an der Dividende orientierte. "Die Aktienkurse waren vor dem ersten Weltkrieg mehr oder weniger eine direkte Funktion der Dividende oder der Dividendenerwar-

1) Weisser, K., a.a.O., S. 31 f.

2) Vgl. Hintner, O. und Obst, G., a.a.O., S. 662.

3) Vgl. Weisser, K., a.a.O., S. 31 f.

4) Husband, W. and Dockeray, J., a.a.O., S. 469.

5) Vgl. Graham, B. and Mc. Golrick, C., a.a.O., S. 66-69.

tung..."¹⁾. "Für die Zeit vor dem ersten Weltkrieg konnte man unterstellen und mit mathematisch- statistischen Methoden nachweisen, daß die Kurse der Wertpapiere in erster Linie, wenn nicht gar ausschließlich, von ihrem Ertragswert bestimmt waren"²⁾.

Heute dagegen ist man dazu übergegangen, die Bewertung der Aktien auf Grund der langfristigen Ertragskraft vorzunehmen³⁾. "Einer bestimmten Dividendenhöhe entspricht heute im Durchschnitt ein viel höherer und zudem recht uneinheitlicher Kurs als früher"⁴⁾.

Die Höhe der Dividende spielt also in der Beurteilung der Aktien durch die Anleger nicht mehr die vorherrschende Rolle. Ein bestimmtes Einkommen wird gerne hingenommen; wesentlich aber ist heute, daß die Dividende durch die Gewinne der Unternehmung überdeckt ist. Es kommt also dem Aktionär bei der Gestaltung der stabilen Dividende mittels entsprechender Reservendotierung, wie oben dargestellt⁵⁾, vielmehr auf die tatsächliche Ertragskraft der Unternehmung an. "Renditenerwägungen stehen heute nicht mehr im Vordergrund, sondern etwas ganz anderes: die Entdeckung des Hintergrunds ... des back-grounds des Unternehmens. Das Publikum ist hell-sichtiger geworden für die dort verborgenen Schätze"⁶⁾.

Die Anleger sind dazu übergegangen, den Wert ihres Investments nicht allein nach der Barrendite zu beurteilen, sondern nach ihrer tatsächlichen Ertragskraft. Deshalb

-
- 1) Kandlbinder, K., Renditen - Einst und Heute, II. Teil, in: ZfgK, H. 16, Jg. 1960, 2. Halbjahresband, S. 751.
 - 2) Herrmann, K., Die Statistik der Börsenwerte der Aktien, in: Wirtschaft und Statistik, 8. Jg., N.F. 1956, Text-Teil, S. 188.
 - 3) Vgl. Herrmann, K., a.a.O., S. 189.
 - 4) Kandlbinder, K., a.a.O., S. 751.
 - 5) Vgl. S. 145.
 - 6) Schrepf, C., Deutsche Aktienfavoriten 1960, Verlag Moderne Industrie, München 1959, S. 10.

werden neben der Dividende auch noch die einbehaltenen Gewinne ins Kalkül miteinbezogen. "Die Rendite bekommt ein ganz anderes Aussehen, wenn man neben dem ausgeschütteten auch den nicht ausgeschütteten Gewinn in Betracht zieht"¹⁾. Mehr und mehr wird es dem Aktionär bewußt, daß er durch seine Aktie zum entsprechenden Anteil am gesamten Unternehmen beteiligt ist und nicht nur an deren Ausschüttungen. "Man läßt bei solchen Renditeüberlegungen stets außer acht, daß der Mantel der Aktie eine Eigentumsurkunde ist, die dem Aktionär auch seinen verhältnismäßigen Anteil am nicht ausgeschütteten Gewinn verbrieft, auch wenn die Bedienung des Bogens der Aktie mit Dividende noch so bescheiden ausfällt. Dem Aktionär gehört der Kapitalertrag genauso wie der Kapitalzuwachs"²⁾.

"Aus dieser Sicht heraus ist es konsequent, daß die Praxis der Effektenanalyse die Ertragskraft zum zentralen Entscheidungskriterium erhebt"³⁾. Somit wird es verständlich, daß für Anleger und Analytiker die Price-earnings ratio immer mehr Bedeutung gewinnt. Diese Kennziffer geht von den Gewinnen vergangener Jahre aus und schätzt auf dieser Basis die zukünftigen Gewinne. Für einen groben Überblick ist ein solches Vorgehen gestattet, jedoch für eine verfeinerte Analyse müßten die zukünftig nachhaltig erzielbaren Erträge ermittelt werden⁴⁾.

Die Price-earnings ratio drückt aus, mit dem Wievielfachen des auf sie entfallenden jährlichen Gewinns die

1) Schrempf, C., Deutsche Aktienfavoriten 1960, a.a.O., S. 11.

2) Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 173.

3) Schlembach, H., Die Bewertung von Aktien, Verlag Moderne Industrie, München 1968, S. 11.

4) Vgl. Biedenkopf, D., a.a.O., S. 822.

Aktie an der Börse bewertet wird. Damit eignet sich diese Kennziffer gut für den Vergleich mit anderen Aktien und gibt somit dem anlagesuchenden Sparer einen Anhaltspunkt für die Beurteilung eines geplanten Wertpapierkaufs.

Die bei der Ermittlung der Price-earnings ratio verwendete Gewinngröße ist keineswegs der von den Gesellschaften ausgewiesene Gewinn, sondern sie wird eigens ermittelt, was nicht immer ganz einfach ist¹⁾. Auch daraus wird klar, daß es den Analytikern heute nicht mehr allein um die Kenntnis der Dividende geht, "sondern auch um den im Unternehmen offen und still thesaurierten Gewinn, der im Unternehmen arbeitet und dem Aktionär eines Tages in irgendeiner Form... zugute kommt"²⁾.

Die einbehaltenen Gewinne bewirken damit ein weiteres Wachstum der Ertragskraft und somit auch der Dividenden. Diese Gewinne ermöglichen zusätzliche Investitionen, "die grundsätzlich für den Ausbau der Gesellschaften die Basis für die Aufrechterhaltung und eventuelle Steigerung der Dividende in den kommenden Jahren legen"³⁾.

Insofern sehen die Anleger heute in einer Dividende, die durch die Gewinnthesaurierung stabil gehalten wird, den Vorteil der Wachstumschancen. Diesem Denken in Ertragsaussichten und Wachstum der Gewinne sind die Anleger und Analytiker heute viel mehr aufgeschlossen als früher.

-
- 1) Vgl. Schlembach, H., Die Gewinnschätzung aus den Steuern, a.a.O., S. 5-15.
 - 2) Biedenkopf, D., a.a.O., S. 821.
 - 3) Blessing, W. und Puhl, J., Börsenchancen richtig nutzen, 3. neubearb. Auflage, Verlag Moderne Industrie, München 1962, S. 313 f.

"Bezugsrechte, Gratisaktien, Unternehmensstärkung und Zukunftserwartungen, in einem Wort Wachstumschancen, zukünftige Gewinnerwartungen und Wertsteigerungen durch Kursgewinne beeinflussen das Kursbild der Aktien darum heute mehr als der reine Dividendenertrag, wodurch der Faktor der bloßen Renditeerwartung im engeren Sinne sekundär wurde"¹⁾.

Aber es muß auch hier wieder darauf hingewiesen werden, daß zu differenzieren ist zwischen Inhabern von Renditepapieren und Inhabern von Wachstumspapieren. Nur bei letzteren kann der Aktionär günstige Ertragsaussichten erwarten, wenn die Gesellschaften den Gewinn nur teilweise ausschütten. Nur in diesem Fall wird der Aktionär eine stabile aber gering bemessene Dividende als Basis für steigende Ertragskraft der Gesellschaft interpretieren.

Der Eigentümer von Renditepapieren wird regelmäßig die Dividende mit dem Gesamtgewinn identifizieren müssen, da diese Gesellschaften ihren Gewinn meistens fast völlig ausschütten²⁾. Für diesen Aktionär ist daher eine niedrige Dividende regelmäßig ein Indiz für eine schlechte Ertragslage der Unternehmung³⁾. Konsequenterweise werden daher statische Aktiengesellschaften nur selten stabile Dividenden aufweisen. Dies bestätigt auch die Untersuchung Wolfsturms⁴⁾.

Stabile Dividenden lassen also oft auf Wachstumsgesellschaften schließen mit guten zukünftigen Ertragsaussichten und hohen Wertsteigerungschancen. Somit sind für den

1) Kandlbinder, K., a.a.O., S. 751.

2) Vgl. Wolfsturm, P., a.a.O., S. 261.

3) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 120.

4) Vgl. Wolfsturm, P., a.a.O., S. 260.

Inhaber von Wachstumswerten stabile Dividenden ein Hinweis auf Gewinnthesaurierungen, welche den Grundstock für weitere Expansion legen. Dieser Aktionär erwartet ein befriedigendes Anlageergebnis, wenn eine hohe Überdeckung der Dividende durch den Gewinn und damit für die Zukunft eine gesicherte Ausschüttung vorliegt¹⁾. Die Höhe der Dividende ist für ihn von untergeordneter Bedeutung, weil die Dividende als historische Größe von statischem Charakter ist und damit die dynamische Weiterentwicklung der Aktiengesellschaft nicht berücksichtigt²⁾.

Eine Dividendenpolitik, die in gewinnstarken Jahren Teile des Gewinns in der Unternehmung investiert und die Dividende stabil hält, steht also nicht den Aktionärsinteressen entgegen.

Autoren, die in der Bildung von Reserven eine Mißachtung der Aktionärsinteressen sehen und die der Meinung sind, daß in gewinnstarken Jahren hohe Dividenden und in gewinnschwachen Jahren niedrige Dividenden zu gewähren seien³⁾, haben lediglich Aktionäre statischer Gesellschaften im Auge. Nach Würdinger "wird durch die Thesaurierung von Gewinnen zu leicht das Risiko des Aktionärs ausgeweitet"⁴⁾. Aus einer solchen kontroversen Interessenkonstellation ergibt sich nach Prion ein Konflikt zwischen Verwaltung und Kapitalgebern⁵⁾.

1) Vgl. Wolfsturm, P., a.a.O., S. 261.

2) Vgl. Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 174.

3) Vgl. Schrempf, C., Geld richtig anlegen, a.a.O., S. 180; vgl. Klein, W., a.a.O., S. 2.

4) Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs, a.a.O., S. 827.

5) Vgl. Prion, W., Selbstfinanzierung der Unternehmungen, a.a.O., S. 26.

Heute ist ein solcher Konflikt nur denkbar, wenn dem Aktionär keine Aussichten gemacht werden, die thesaurierten Mittel in der Zukunft in anderer als in barer Form zu erhalten¹⁾. Daher sind vor allem bei statischen Gesellschaften solche Auseinandersetzungen möglich.

Darüber hinaus sorgt eine stabile Dividende für ein stetiges und festes Einkommen des Aktionärs, mit dem er rechnen kann. "The need for a stable dividend policy has been made all the more necessary today because of the extensive public ownership of corporations. The small and casual stockholder is likely to have a greater need for a regular dividend; and more important to the corporation, the small stockholders may not appreciate fully the reasons underlying the abrupt cessation of dividend payments"²⁾.

Immerhin geben auch Walker und Baughn eine gewisse Beeinflussbarkeit der Aktionärseinstellung zur Gesellschaft zu, wenn sie schreiben: "... a firm with a stable dividend record usually finds a better market for its stock"³⁾.

Somit fördert eine Dividende, die mittels Gewinnthesaurierung stabil gehalten wird, vorwiegend die Interessen der Inhaber von Wachstumspapieren. Diese monetäre Zielfunktion beschreibt Moxter als die "Optimierung des Zahlungsstromes bis zum ökonomischen Horizont"⁴⁾. Das aber

1) Vgl. o.V., BMW-Sechszylinder erobern sich den Markt, in: FAZ, Nr. 152, 5.7.1969, S. 21; vgl. o.V., BMW-Aktionäre wollen sich nicht ausbooten lassen, in: SZ, Nr. 160, 5./6.7.1969, S. 26.

2) Husband, W. and Dockeray, J., a.a.O., S. 469.

3) Walker, E. and Baughn, W., a.a.O., S. 235.

4) Moxter, A., Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung, a.a.O., S. 51.

bedeutet nichts anderes, als daß der Anleger nicht nur die Dividende des jeweiligen Jahres im Auge hat, sondern auch die Werterhaltung seines Investments und dessen Ertragskraft auf lange Sicht.

Der Aktionär weiß, daß die Ertragskraft der Unternehmungen wesentlich höher ist als die Dividendenrentabilität erkennen läßt, wenn große Teile des Gewinns thesauriert werden. Er weiß auch, daß letztlich die einbehaltenen Gewinne die ausschüttungsfähigen Mittel in der Zukunft erhöhen werden. Insofern handelt es sich hier gar nicht um eine Dividendenstabilität, zumindest nicht hinsichtlich der absoluten Höhe und auf lange Sicht. Dem Aktionär wird durch eine solche Dividendenpolitik nicht nur sein Investment erhalten, sondern dessen Wert sogar erhöht und er wird in Zukunft höhere Dividenden erhalten - vorausgesetzt der Dividendensatz bleibt auf gleicher Höhe, was bei einem Gelingen der Investition anzunehmen ist - . Dieser Fall wird besonders deutlich bei Durchführung der operation blanche.

Eine Politik, die diesen Bestrebungen und diesem Verlangen entgegenkommt, ist geeignet, das Vertrauen und die Gefolgschaft der Aktionäre zu gewinnen und zu erhalten.

333112. Durch Kursstabilität

Den Aktionärs-Typus¹⁾, der die Zielsetzung des Kapitalzuwachses in den Vordergrund rückt, bezeichnet Kaiser als den Ideal-Aktionär, vom Standpunkt der Gesellschaft aus gesehen. Ideal-Aktionär deshalb, weil er "der Gesellschaft sein Kapital zur Verfügung stellt, daneben aber so wenig wie möglich etwas mit der Gesellschaft zu tun haben will. Er nimmt nie oder höchst selten an einer Generalversammlung teil und überläßt die Leitung der Gesellschaft dem sachkundigen Vorstand und in der Generalversammlung dem in die Bedürfnisse des Betriebes besser eingeweihten Unternehmer-Aktionär"²⁾.

Für die Vorstandschaft einer Publikumsgesellschaft geht es darum, das Vertrauen und die Gefolgschaft dieser Anlageaktionäre zu gewinnen, möglichst auf Kosten der Spekulanten. Denn im Falle eines Kapitalbedarfs kann die Unternehmung nur von den Anlageaktionären Mittel erhoffen³⁾. Rathenau schreibt treffend: "Der Anlageaktionär kauft, um zu besitzen, der Spekulant kauft um zu verkaufen"⁴⁾. Um dieses Ziel der Investor Relations zu erreichen, kann sich die Unternehmungsleitung u.a. der Kurspflege bedienen. Die Gesellschaft kann auf die Kurse ihrer Aktien auf verschiedene Art und Weise Einfluß nehmen⁵⁾. In dieser Arbeit wurde schon darauf hingewiesen, daß die Kurse durch die Offenbarung der Ertrags-
erwartung⁶⁾ zu beeinflussen sind.

1) Vgl. S. 62 f.

2) Kaiser, H., a.a.O., S. 58.

3) Vgl. Harden, J., a.a.O., S. 11.

4) Rathenau, W., a.a.O., S. 27.

5) Hartmann, H., a.a.O., S. 94.

6) Vgl. Biedenkopf, D., a.a.O., S. 822; vgl. S. 147.

Es soll hier nun untersucht werden, ob Kurspflege auch mittels der Dividendenpolitik betrieben werden kann. Stabile Kurse liegen ganz im Sinne der Anlageaktionäre, die ihr Vermögen in jedem Augenblick frei am Markt verwertbar wissen wollen¹⁾. Sie wollen also in keinem Zeitpunkt Wertverluste hinnehmen und legen Wert auf jederzeitige Liquidierbarkeit²⁾.

Snettler behauptet zur Frage der Beeinflußbarkeit der Kurse durch die Dividende: "Stabile Dividenden dienen damit gleichzeitig der Kurspflege und vermindern dadurch zu starke Wertschwankungen der Aktien"³⁾.

Die Mehrzahl der Autoren ist sich aber darin einig, daß der Zusammenhang zwischen Dividende und Aktienkurs früher bestanden hatte, jedoch heute nicht mehr nachgewiesen werden kann⁴⁾. Herrmann glaubt, zumindest statistisch auch heute noch einen gewissen Zusammenhang zwischen Dividendenhöhe und Kursen zu erkennen. Aber auch dieser Autor ist überzeugt, daß vor dem ersten Weltkrieg diese direkte Korrelation wesentlich stärker ausgeprägt war⁵⁾.

Heute "ist die Dividende allein und damit die Rendite als Bewertungsmaßstab nicht ausschlaggebend"⁶⁾. Auch Büschgen lehnt einen Zusammenhang zwischen Dividende und Bildung der Aktienkurse ab⁷⁾. "... will man den Kurswert einer

1) Vgl. Berle, A. and Means, G., a.a.O., S. 121.

2) Vgl. Harden, J., a.a.O., S. 11.

3) Snettler, A., Dividende und Dividendenpolitik, in: Seischab, H. und Schwantag, K. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band I, 3. Aufl., Stuttgart 1956, Sp. 1440; vgl. Pabst, G., Die Bewertung der Wertpapiere, in: Das Wertpapier, Jg. 1959, o.H., S. 608-612.

4) Vgl. Kandlbinder, K., a.a.O., S. 751.

5) Vgl. Herrmann, K., a.a.O., S. 188 f.

6) Blessing, W. und Puhl, J., a.a.O., S. 313.

7) Vgl. Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 181-187.

Aktie durch einen ihm gegenübergestellten Ertragswert kontrollieren, muß der volle Ertrag in Rechnung gestellt werden und nicht nur der oft übermäßig gekürzte Teilbetrag, der ausgeschüttet und der üblichen Renditerechnung zugrunde gelegt wird" ¹⁾).

Offenbar ist nach Meinung der meisten Autoren eine Beeinflußbarkeit der Aktienkurse mittels Dividendenpolitik nicht möglich. Hielscher weist an Hand empirischer Untersuchungen nach, daß Gewinnerwartungen ausschlaggebend sind für die Kursbildung. "Die Kurse haben also im allgemeinen schon rund 2 bis 3 Monate vor Beendigung des Geschäftsjahres den Tendenzen der Geschäftsentwicklung Rechnung getragen. Versuche, die Aktienkurse anhand der bekannten vorjährigen Dividende zu beurteilen ..., sind ohne jede Aussagekraft" ²⁾. Zudem konnte ermittelt werden, daß für die Kursgestaltung der einzelnen Gesellschaften auch die allgemeine Börsentendenz des öfteren verantwortlich ist. "Bei einigen Gesellschaften spielte die Allgemeintendenz sogar die absolut dominierende Rolle" ³⁾.

Eine Beeinflussung der Kurse durch die Dividendengestaltung ist also überhaupt nicht zu erwarten. Stützel weist darauf hin, daß viele Aktionäre sich an der Dividende nur deshalb orientieren, weil mangelhafte Publizität einen tieferen Einblick in die tatsächliche Ertragssituation der Gesellschaft nicht erlaubt. "Weil Informationen die Kurse beeinflussen, insbesondere Informationen über hohe Erträge zu Kurssteigerungen führen, kann für den

1) Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 173 f.

2) Hielscher, U., a.a.O., S. 360.

3) Ebd., S. 433.

Aktionär die Ausschüttung von Dividenden häufig durch Ausschüttungen von Informationen ersetzt werden"¹⁾.

"Der Aktionär ist also nicht an Dividenden interessiert, weil er sie verbrauchen will, sondern weil unter schlechter Publizität die Dividende der einzige Anhaltspunkt ist, an dem er sich orientieren kann ..." "²⁾.

Doch gerade für den Fall mangelhafter Publizität der Gesellschaft spricht Hielscher der Allgemeintendenz den dominierenden Einfluß auf die Kursbewegungen zu³⁾.

Gleichviel wie die Unternehmensleitung nun die Kurspflege bewirkt, keine Unternehmung sollte die Kurse ihrer Aktien völlig unbeeinflußt sich entwickeln lassen.

Größere Abweichungen der Kurse nach unten wie nach oben, sind den Interessen der Sparer-Aktionäre nicht förderlich. Kursverluste lassen die Anleger weitere Wertverluste befürchten. Aber auch überhöhte Kurse sind nicht erstrebenswert. Denn vertrauensschädigende Kursrückgänge in der Zukunft sind gewiß⁴⁾ und außerdem fördern überhöhte Kurse die Spekulation⁵⁾. Immerhin wird dadurch klar, daß durch stabile Kurse das Vertrauen der Anleger in die Gesellschaft und damit das Image der Gesellschaft gefördert werden kann. Dabei wird besonders deutlich, wie wichtig für die Finanzierung der Unternehmung in der Zukunft das Vertrauen des breiten Publikums der Gesellschaft ist. Denn nur an den Kreis der Anlegeraktionäre kann sich die Gesellschaft im Bedarfsfall zwecks Emission neuer Aktien wenden, nicht aber an die Spekulanten. Aus obigen Ausführungen

1) Stützel, W., Diskussionsbeitrag, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 245.

2) Ebd., a.a.O., S. 246.

3) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 437.

4) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 92.

5) Vgl. Hintner, O., Effektenemission, in: Seischab, H. und Schwantag, K. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band I, 3. Aufl., Stuttgart 1956, Sp. 1531.

wird jedoch klar, daß die Aktionärspflege mit Hilfe der Kursgestaltung mittels Dividendenpolitik nicht zu gewährleisten ist.

33312. Zusätzlicher Ertrag als Stock-Dividende

Ein weiteres Mittel der Aktionärspflege im Rahmen der Dividendenpolitik finden wir in der Stock-Dividende. Es wurde bereits dargelegt, daß hier nur diejenige Stock-Dividende untersucht werden soll, die zusätzlich zur normal üblichen Bardividende ausgegeben wird¹⁾. Daher kann man sagen, daß der Aktionär durch eine solche Stock-Dividende zusätzlich etwas erhält; seine Aktie hat mehr erwirtschafteten Ertrag abgeworfen, als es die Bardividende erkennen läßt. Die Stock-Dividende verweist also auf eine verbesserte Ertragskraft der Gesellschaft; die Ertragssituation stellt mit eine wesentliche Grundlage für die Wertpapierbeurteilung dar.

Die Stock-Dividende kommt insoweit beiden möglichen Interessenlagen gleichzeitig entgegen, die verschieden stark beim Durchschnittsaktionär ausgeprägt sein können. "Heute spielen im Urteil der Anleger in steigendem Maß Ertragskraft und Zukunftsaussichten der Unternehmen eine Rolle, doch wird auch weiterhin der Dividenden- und Renditenhöhe von bestimmten Anlegerkreisen Bedeutung beigemessen"²⁾. Einerseits sieht der dem Ertragsdenken zugewandte Aktionär, daß Mittel, die im Falle einer Bardividende der Gesellschaft entzogen würden, in der Unternehmung investiert werden und so die Ertragskraft und das

1) Vgl. S. 138.

2) Büschgen, H., Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, a.a.O., S. 764.

Wachstum der Gesellschaft fördern. Andererseits kann der Aktionär, bei dem das Renditedenken im Vordergrund steht, das als Dividende verteilte Wertpapier veräußern und damit seine verfügbare Bardividende erhöhen.

"Eine Aktienbewertung, bei der sich die Börsenkurse weitgehend nach der gesamten Ertragskraft orientieren, bietet gleichzeitig dem Aktionär die Gewähr, daß auch der von der Gesellschaft einbehaltene Gewinnanteil im Börsenkurs honoriert wird und er damit die Möglichkeit besitzt, durch einen Verkauf den auf seine Aktie entfallenden einbehaltenen Gewinn zu realisieren"¹⁾. "Durch ihre Gewährung (der Verf.: Stock Dividende) gibt die Unternehmung ihren Aktionären, die an den steigenden Gewinnen einer geschäftlichen Prosperitätsperiode partizipieren wollen, auch wenn sie überwiegend einbehalten werden, eine augenscheinliche Evidenz, eine greifbare und vor allem realisierbare Unterlage ihres gestiegenen Investments, ohne daß es dazu einer Beanspruchung der Liquiditätsposition der Unternehmung bedürfte"²⁾.

Da die Stock-Dividende mit ihrer Ausgabe praktisch zum dividendenberechtigten Grundkapital wird, wirkt sie auch für die Zukunft dividendenerhöhend. Nicht der Dividendensatz, aber der auszuschüttende Dividendenbetrag wird in Zukunft absolut erhöht werden. "Zugleich enthalten Stock-Dividenden implizit eine Art Versprechen, daß die zukünftigen Bardividenden proportional höher sein werden"³⁾. Hinsichtlich dieser zukünftigen Dividendenwirkung hat die Stock-Dividende eine ähnliche Bedeutung wie die in Kapitel 32 besprochene Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln⁴⁾.

1) Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung, a.a.O., S. 43.

2) Büschgen, H., Stock-Dividenden in der Finanzpolitik, a.a.O., S. 510.

3) Ebd., S. 499.

4) Vgl. S. 101 f.

Aber auch im Falle der ordentlichen Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsgewährung erhöht sich die Dividendensumme und damit die Rendite des gleichbleibenden Investments, wenn der Aktionär die operation blanche durchführt. Mit der Gewährung der Stock-Dividende weist also die Unternehmungsleitung auf eine Ertragskraftsteigerung der Gesellschaft hin und damit auch auf eine Erhöhung der künftigen Ausschüttungen. Ähnlich wie bei den bereits besprochenen Formen von Kapitalerhöhung wird also mittels der Stock-Dividende den Aktionärsinteressen entsprochen.

33313. Vorbereitung eines guten Emissionsklimas

Durch den Hinweis auf eine besonders gute Ertragslage der Unternehmung und die damit verbundene zu erwartende höhere Rendite wird nicht nur das Interesse der alten Aktionäre wach gehalten, sondern auch das der potentiellen Aktionäre erweckt. Somit wird es allgemein als eine Absicht der Stock-Dividende bezeichnet, das Klima für eine bevorstehende Kapitalerhöhung durch Bareinzahlung vorzubereiten. So schreibt Rittershausen: "Man will ein gutes Klima für die etwa für später im Jahr geplante bezahlte Kapitalerhöhung schaffen"¹⁾. Eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtsgewährung kann aber nur bei einer Wachstumsgesellschaft zu stetig steigendem Ertrag führen. Und nur, wenn die Aktionäre dafür Hinweise erhalten, werden sie gerne ihr verfügbares Vermögen in solchen Aktien anlegen. Handelt es sich bei der Unternehmungsleitung um einen verantwortungsbewußten Vorstand, dann wird dieser Stock-Dividenden nur gewähren, wenn die Gesellschaft sich in einer Wachstumsperiode befindet.

1) Rittershausen, H., a.a.O., S. 130.

Bogen weist darauf hin: "the regular stock dividend policy is practicable only for a corporation enjoying steady growth"¹⁾. Kulke schreibt: "Man muß daher bei der Gewährung einer Stock-Dividende von der Annahme ausgehen, daß über mehrere Jahre hinweg eine wirtschaftliche Aufwärtsentwicklung des Unternehmens erwartet wird, die eine Aktiengesellschaft in die Lage versetzt, den auf Grund der verbreiterten Kapitalbasis erhöhten Dividendebetrag zu erwirtschaften"²⁾. Somit wird klar, wie wichtig die Imagebeeinflussung für die Finanzierungsfunktion der Gesellschaft sein kann. Wolfsturm sieht gerade in der typischen Wachstumsgesellschaft ein für den Aktionär befriedigendes Anlageobjekt³⁾, weil bei ihr all die Ziele und Wünsche der Durchschnittsanleger realisierbar sind. Schrepf sagt: "Zusätzliche Aktionäre lassen sich dadurch gewinnen, daß man ihnen befriedigende, nämlich steigende Kapitalerträge in Aussicht stellt"⁴⁾. Deshalb sollte die Unternehmungsleitung stets bemüht sein, das Vertrauen ihrer Aktionäre zu gewinnen und zu erhalten.

Diese Imagebeeinflussung mittels der Stock-Dividende erfolgt in zweifacher Wirkung.

Die Ertragskraft einer Gesellschaft ist der Maßstab für die Bewertung einer Aktienanlage. Somit kommt einer Finanzierungsmaßnahme, welche diese Ertragskraft besonders unterstreicht bzw. zusätzlich verstärkt, besondere Bedeutung zu im Hinblick auf die Beurteilung der Wertbeständigkeit ihrer Vermögensanlage durch die Aktionäre. Je höher die Ertragskraft desto stabiler bleibt bzw. schneller wächst

1) Bogen, J., a.a.O., S. 798.

2) Kulke, F., a.a.O., S. 186.

3) Vgl. Wolfsturm, P., a.a.O., S. 261.

4) Schrepf, C., Geld richtig anlegen, a.a.O., S. 180.

der Wert der Aktien und desto mehr wird damit den Wünschen und Bestrebungen der Aktionäre entsprochen.

"Die Aktionäre müssen davon überzeugt sein, daß die Zurückhaltung und Reinvestierung großer Teile des Gewinns zu Erweiterungs- und Modernisierungszwecken für die Gesellschaft von Nutzen ist und so auf die Dauer gesehen auch dem Vorteil der Anteilseigner dient"¹⁾. Der Aktionär muß wissen, daß die in den Gratisaktien dokumentierten einbehaltenen Mittel die Ertragskraft der Unternehmung steigern. Um diese vertrauensfördernde Wirkung von Stock-Dividenden beim Aktionär zu erzielen, müssen solche Finanzierungsmaßnahmen von entsprechender Publizität, d.h. von aufklärender und unterrichtender Informationstätigkeit begleitet sein²⁾. "Eine Gesellschaft, die sich zur Ausgabe von Gratisaktien entschließt, kann nur dann einen maximal vertrauensfördernden Effekt mit dieser Maßnahme erzielen, wenn sie die Anteilseigner ausführlich über die Vorteile und Wirkungen einer derartigen Wertpapierdividende aufklärt"³⁾. Dies gilt für die Gratisaktie im Rahmen einer Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln ebenso wie für die besprochene Stock-Dividende.

Die erste imagebeeinflussende Wirkung der Stock-Dividende geht also davon aus, daß dem Aktionärsbedürfnis nach Werterhaltung bzw. Zuwachsgewinn seiner Vermögensanlage entsprochen wird.

Daneben fördert die Stock-Dividende das monetäre Ziel der dem Renditedenken zugeneigten Aktionäre. Sie hat ähnlich wie eine ordentliche oder nominelle Kapitalerhöhung für die Zukunft eine dividendenerhöhende Wirkung⁴⁾.

1) Hartmann, H., a.a.O., S. 108.

2) Vgl. S. 39.

3) Hartmann, H., a.a.O., S. 194.

4) Vgl. S. 161.

Somit harmonieren in zweifacher Weise die Interessen von Gesellschaft und Verwaltung mit denen der Anleger. Diese Harmonie aber ist Voraussetzung für die Erstellung eines positiven Image und die Gewinnung eines guten Vertrauensverhältnisses zwischen Gesellschaft und ihren Aktionären. Die Tatsache der Stock-Dividende wird gewissermaßen auf die Erlebniswelt, die gefühlsmäßigen Empfindungen der Aktionäre projiziert und läßt somit ein positives, verbessertes Image der Gesellschaft entstehen. "Jede Unternehmung fördert durch ihre Tätigkeit bei den Personen und Gruppen, mit denen sie direkt oder indirekt in Beziehung kommt, die Entstehung eines Erscheinungsbildes ihrer selbst"¹⁾.

3332. Pflege der Gläubiger-Beziehungen

Aber auch für die Gläubiger der Gesellschaft hat die Dividendenpolitik eine Bedeutung, da ja die Kreditfähigkeit eines Unternehmens im wesentlichen an seiner Ertragskraft gemessen wird.

33321. Eindruck größerer Sicherheit infolge besserer Ertragskraft

So stellt die Stock-Dividende - um zunächst noch bei diesem Problem zu verharren - nicht allein für den Aktionär einen Hinweis für die gesteigerte Ertragskraft dar, sondern auch für die oft große Gruppe der Gläubiger. Büschgen vermerkt: "Durch die Tatsache, daß eine Unternehmung Stock-Dividenden gewährt, können die Aktionäre

1) Hartmann, H., a.a.O., S. 75.

darauf hingewiesen werden, daß 'ihr' Unternehmen gute Gewinne erzielt und weiter zu erzielen erwartet, daß die Verwaltung sich aus ihrer günstigeren Perspektive heraus dafür entschieden hat, einen größeren Teil der Gewinne ertragskraftsteigernd im eigenen Unternehmen zu reinvestieren, daß die Verwaltung Vertrauen in die Fähigkeit der Unternehmung hat, zufriedenstellende Erträge auch auf das nominell erhöhte Investment der Aktionäre zu erwirtschaften ..." ¹⁾). Büschgen stellt dies hier zwar nur auf die Aktionäre ab; ebenso kann diese Informationen auch ein Gläubiger verwerten. Die Stock-Dividende weist also klar auch die Gläubiger auf eine gesteigerte Ertragskraft der Unternehmung hin.

Insbesondere aber Banken haben weit bessere Einblicksmöglichkeiten als auf derartige Nachrichten angewiesen zu sein, um die Gesellschaft zu beurteilen. Die Banken werden also solche Fakten, welche outsiders u.U. erst auf Grund der Erklärungen von Stock-Dividenden in Erfahrung bringen oder auch nur vermuten, schon dank ihrer regelmäßigen Einsichtnahme in das Rechnungswerk der Gesellschaft kennen.

Trotzdem kann man die Auffassung vertreten, daß, bedingt durch die positive Interpretation einer Stock-Dividende durch Rundfunk und Tagespresse, sich auch in Kreisen der Banken ein positives Image entwickeln wird. Haben sich doch dadurch die Finanzierungsmöglichkeiten der Gesellschaft auf dem Kapitalmarkt tatsächlich verbessert. Daneben sind die Entwicklungsmöglichkeiten und Wachstumschancen einer Gesellschaft besser einzuschätzen, zu der das Publikum eine positive Stellung bezieht. Gerade auf

1) Büschgen, H., Stock-Dividenden in der Finanzierungs- politik, a.a.O., S. 510 f.

die Zukunftsaussichten und Ertragserwartungen kommt es den Banken aber an¹⁾; denn hierbei handelt es sich um Fragen, die nicht mit absoluter Sicherheit aus dem Rechnungswerk der Gesellschaft beantwortet werden können. Damit stellt die Unternehmensleitung durch die Erklärung einer Stock-Dividende die auf Sicherheit des hingegebenen Kapitals ausgerichteten Gläubigerinteressen mit ihren Zielen gleich. Auf diese Weise entsteht ein positives Image, welches die Voraussetzung für ein gesundes Vertrauensverhältnis zwischen der Unternehmung und ihren Gläubigern darstellt.

33322. Erhöhte Kreditwürdigkeit wegen stabiler Dividende

Es soll nun die Auswirkung einer Politik der stabilen Dividende auf die Einstellung der Gläubiger einer Gesellschaft besprochen werden. Die Gläubiger sehen in der Ertragskraft einer Unternehmung ein wichtiges Kriterium; für die Sicherheit ihrer Forderung, wird allgemein der Dividende, welche die Gesellschaft an ihre Aktionäre ausschüttet, eine überragende Bedeutung beigemessen²⁾. So gesehen kann eine höhere Gewinnausschüttung regelmäßig zur Förderung der Kreditfähigkeit beitragen. So schreibt auch Kaiser, daß der Zweck einer hohen Dividende die Erhöhung der Kreditfähigkeit einer Unternehmung sein kann³⁾.

Eine allzu hohe Dividende könnte aber leicht in ihrer Wirkung auf die Gläubiger ins Gegenteil umschlagen. So entzieht diese der Unternehmung zu viel Liquidität und

1) Vgl. S. 81.

2) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 120 f.

3) Vgl. Kaiser, H., a.a.O., S. 39.

bringt die öffentliche Meinung, darunter auch die der Lieferanten und Kunden, gegen die Unternehmung auf. Letztere müssen einerseits um Preise harte Kämpfe führen und andererseits schüttet die Unternehmung überhöhte Dividenden aus. Um dies zu vermeiden, zielt eine kluge Dividendenpolitik nicht nur im Hinblick auf die Aktionärspflege sondern auch im Hinblick auf die Einstellung der Gläubiger weniger auf eine sehr hohe als vielmehr auf eine gleichmäßige, stabile Dividende, die auf dem allgemeinen Dividendenniveau bzw. wenigstens auf dem Dividendenniveau der Branche liegt, und nicht "gegen den Dividendengleichschritt der Branche vorprellt"¹⁾. Husband and Dockeray sind der Meinung: "Dividends should be regular in preference to irregular. This is accepted as desirable for the corporation's credit standing and for the stockholders' welfare. However, this 'regular' dividend should be established at a level sufficiently low to be earned in all but the very worst years"²⁾. Hagest sieht in einer Schmälerung der Dividende eine kreditschädigende Wirkung. "Ein Absinken der Dividendensätze oder gar ein zeitweiser völliger Ausfall bewirkt neben der Verstimmung der Aktionäre meist auch eine Störung der Kreditwürdigkeit"³⁾. So gilt auch nach Kaiser die Kontinuität und Stabilität der Dividende als Weg zur Erreichung der Kreditfähigkeit der Aktiengesellschaft⁴⁾.

Rittershausen weist auf die Bedeutung einer stabilen Dividende für die Einstellung Außenstehender zur Gesellschaft hin, wenn er Deuss, ein Vorstandsmitglied der Commerzbank AG., zitiert: "Der stabile Dividendensatz sei

1) Büschgen, H., Stock-Dividenden in der Finanzierungs- politik, a.a.O., S. 515.

2) Husband, W. and Dockeray, J., a.a.O., S. 479.

3) Hagest, K., a.a.O., S. 100.

4) Vgl. Kaiser, H., a.a.O., S. 61.

insbesondere im internationalen Geschäft für das Ansehen und die Werbekraft einer Bank mitbestimmend. Dieser stabile Satz sage der Kundschaft: 'Die Geschäftsentwicklung bei uns ist stabil'"¹⁾!

Damit wird klar, daß eine Politik der gleichmäßigen Dividende, die auf stabile finanzielle Verhältnisse und eine sichere Ertragslage der Unternehmung hinweist, den Wünschen der Gläubiger entgegenkommt. Die Sicherheit ihrer Kapitalforderung ist eng verbunden mit den Ertragsaussichten der Unternehmung, welche den Kredit in Anspruch nimmt. Insofern kommt eine Übereinstimmung zustande zwischen den physischen Wahrnehmungen der Gläubiger und deren persönlicher Sphäre, ihren Wünschen und Zielen. Damit entsteht ein Image, welches Voraussetzung ist für eine gedeihliche Zusammenarbeit.

34. Publikationsmedien

Es genügen nicht immer die in den vergangenen Kapiteln behandelten Finanzierungsmaßnahmen um das Image der Gesellschaft mit Erfolg zu beeinflussen²⁾. Vielmehr bedarf es oft zusätzlich der publizistischen Arbeit im Rahmen der Public Relations. Diese wirken als "Katalysator"³⁾ bei den Bemühungen, die von der Unternehmungsleitung gewünschten Effekte bei allen angesprochenen Beobachterkreisen zu erzielen. Mittels der verschiedenen Publikationsmittel⁴⁾ vermag der Public-Relations-Manager diese Aufgabe zu erfüllen. "The Media of communication are the basic fabric out of which the public relations men devise their

1) Rittershausen, H., a.a.O., S. 95; vgl. Hintner, O., Effektenemission, a.a.O., Sp. 1531.

2) Vgl. S. 35-39.

3) Vgl. S. 48 f.

4) Vgl. S. 50.

good will and informational campaigns"¹⁾.

Im Folgenden sollen diese Medien näher behandelt werden. Greber unterscheidet die publizistischen Hilfsmittel in "einseitige und zweiseitige Mitteilungskanäle"²⁾. Ersterer nennt er Publizitätsmittel, durch welche "die Mitglieder der gesellschaftlichen Gruppen durch regelmäßige und klare Berichterstattung in die Lage versetzt werden, sich ein richtiges Urteil über die Unternehmung zu bilden"³⁾. Die zweiseitigen Mitteilungskanäle bezeichnet Greber als Kommunikationsmittel, die zusätzlich auch "der Öffentlichkeit Gelegenheit geben, der Unternehmungsleitung Mitteilungen und Anregungen zukommen zu lassen"⁴⁾.

In dieser Arbeit aber wird der Ausdruck Kommunikationsmittel synonym für Publikationsmittel verwendet, weil auch die einseitigen Mitteilungskanäle beabsichtigen, eine Verbindung, eine Kommunikation mit dem Beobachter herzustellen. Außerdem sollen an dieser Stelle die verschiedenen Hilfsmittel der Public Relations nur aufzählend erwähnt werden. Eine systematische Behandlung wäre notwendig, wenn die Kommunikationsmittel ihrerseits als imagebeeinflussende Maßnahme zu untersuchen wären.

Deshalb wird hier nur unterschieden zwischen internen und externen Kommunikationsmedien. Letztere sind solche Hilfsmittel, die außerhalb der Unternehmung stehen, deren sich die Unternehmung aber bedienen kann. Die internen Publikationsmedien sind diejenigen, welche die Unternehmung selbst schafft oder unterhält. Beide Arten von Medien können aber sowohl innerhalb wie außerhalb der Unternehmung wirken.

1) Steinberg, C., a.a.O., S. 13.

2) Greber, E., a.a.O., S. 14.

3) Ebd., S. 14.

4) Ebd., S. 14.

341. Interne Publikationsmittel

3411. Werkzeitschrift

Zur ersteren Gruppe, den internen Publikationsmedien, gehört die Werkszeitschrift. Sie ist vorwiegend für den Mitarbeiter der Unternehmung bestimmt. Es ist aber auch möglich, daß ein Teil dieser Periodika nach außen orientiert ist, der dann als Teil der Werbung den Kundenkreis anspricht¹⁾. Hundhausen schreibt, daß in Amerika die "internal house organs" hauptsächlich an Werksangehörige abgegeben werden und die "external house organs an Händler, Vertreter und Kunden"²⁾.

Neben der speziellen Aufgabe, die Zusammenarbeit der Mitarbeiter zu fördern, ist die Werkszeitschrift ganz allgemein ein Mittel der Public Relations³⁾. "Sie hat ein Mittel der Unterrichtung zu sein"⁴⁾.

Insofern sollen die Maßnahmen aus dem Finanzbereich, welche die Unternehmungsleitung ergreift, interpretiert werden. Damit ist es möglich, die Interessen der Beobachter mit den Tatsachen und Äußerungen der Gesellschaft gleichzuschalten.

3412. Jahresabschluß und Geschäftsbericht

So wie die Werkszeitschrift hauptsächlich für den Arbeitnehmer, so ist der Jahresbericht vorwiegend für den Kapital-

1) Vgl. Gross, H., Moderne Meinungspflege, a.a.O., S. 102.

2) Hundhausen, C., Industrielle Publizität, a.a.O., S. 197.

3) Vgl. ebd., S. 201.

4) Ebd., S. 201.

geber bestimmt¹⁾. "Da er ausschließlich eine Mitteilung an die Eigentümer der Unternehmung darstellt, sollte er ausschließlich von diesem Gesichtspunkt aus geplant und verfaßt werden"²⁾. Doch ist der Jahresabschluß mit dem Geschäftsbericht mit Sicherheit auch für solche Kapitalgeber vorgesehen, die der Unternehmung größere Beträge auf Kreditbasis - sei es langfristig oder kurzfristig - bereitstellen, wie z.B. Banken, private Darlehensgeber etc.

"In Wirklichkeit hat sich der Druckbericht über die vom Gesetzgeber bestimmten Empfangsberechtigten hinaus als ein sehr wichtiges Kommunikationsmittel bewährt"³⁾. Auf diese Weise wurde der Jahresabschluß mit dem Geschäftsbericht zur zentralen Informationsquelle vieler Publikationsmedien.

"Mittelpunkt der Publizitätspolitik in der Praxis ist heute zweifellos der Geschäftsbericht in Verbindung mit dem Jahresabschluß. Er stellt nachweislich die wichtigste Informationsquelle für viele andere Publizitätsmittler dar und zeigt zudem weitgehend den Grad der betrieblichen Informationswilligkeit"⁴⁾.

Im Geschäftsbericht, der dem Jahresabschluß beigelegt ist, kann die Vorstandschaft alle Finanzierungsmaßnahmen in ihrem Sinne erläutern. Sie kann dem Aktionär beispielsweise verdeutlichen, daß sie nicht den gesamten Gewinn ausschütten kann, weil sie Mittel für Investitionszwecke zur Sicherung der Unternehmung am Markt benötigt. Sie kann gleichzeitig auf die gestiegene Ertragskraft hinweisen. Im Geschäftsbericht erhält die Vorstandschaft Gelegenheit, den

1) Vgl. Mellerowicz, K., Unternehmenspolitik, a.a.O., S. 540.

2) Stephenson, H., a.a.O., S. 524.

3) Minz, W., Mittler der Publizität, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 258.

4) Mellerowicz, K., Unternehmenspolitik, a.a.O., S. 540.

Interessenten ihre Finanzpolitik zu erläutern und die Absichten und die Ziele bestimmter Maßnahmen darzulegen und zu begründen.

Wenn der Geschäftsbericht auch in erster Linie für die Miteigentümer bestimmt ist, so soll er doch auch anderen Personenkreisen zugänglich sein, zu denen die Unternehmung Beziehungen pflegt. So weist Stephenson darauf hin: "Doch jene Unternehmungen, die dazu beitragen wollen, daß ihre Wertpapiere auf dem offenen Markt eine gerechte Bewertung finden, die für die Zukunft neue Finanzierungen erwägen, oder die ihrer Belegschaft, ihren Lieferanten, Verteilern oder Händlern ein anschauliches Bild von der finanziellen Position der Unternehmung bieten wollen, sollten den Jahresbericht über eine kalte Zusammenfassung der Finanzzahlen hinaus erweitern"¹⁾.

Im Jahresbericht ist der Unternehmungsleitung u.a. Gelegenheit geboten, die neu entstandene Finanzstruktur und eventuell im abgelaufenen Geschäftsjahr vorgenommene Maßnahmen im Finanzbereich gebührend zu besprechen und ihren Zweck zu bekunden. Somit bietet der Jahresbericht nach Stephenson eine geeignete Unterlage für Kreditverhandlungen mit Banken und Finanzinstituten.

Für die Kontaktpflege mit der Belegschaft können der Geschäftsbericht und der Jahresabschluß ebenso geeignet sein. Doch empfiehlt in diesem Fall Stephenson, die darin enthaltenen Finanzzahlen zusätzlich "in einer Betriebszeitung zu veröffentlichen in Verbindung mit Kommentaren, welche die Zahlen im Lichte des Interesses der Belegschaft

1) Stephenson, H., a.a.O., S. 601

erläutern"¹⁾; oder aber es werden Betriebsversammlungen abgehalten, in denen ein Vorstandsmitglied diese Erläuterungsaufgabe übernimmt²⁾. Überhaupt muß die Publizitätspolitik der Unternehmung über den Geschäftsbericht und Jahresabschluß als Publizitätsmedien hinausgehen, wenn sie die Ziele der Imagepolitik der Vorstandschaft wirksam unterstützen soll. "Die Übermittlung einer Information ist keineswegs an ein bestimmtes Informationsmittel gebunden"³⁾. Deshalb ging auch die Deutsche Zeitung von der Prämierung des "informativsten Geschäftsberichts" über zur Prämierung der "besten Gesamtpublizität"⁴⁾.

3413. Aktionärsbriefe

Für die Aktionärspflege gibt es daneben das Mittel der Aktionärsbriefe, die aus verschiedenen Anlässen verschickt werden können. So bietet die Dividendenzahlung Gelegenheit dazu. Aber auch die Einladung zu einer außerordentlichen Hauptversammlung kann für solche Zwecke genutzt werden. Doch wird in diesem Fall die Tagesordnung im wesentlichen den Stoff für den Aktionärsbrief abgeben. "Andere Gesellschaften nehmen zu laufenden Fragen, wie z.B. zu Streiks oder Antitrustprozessen Stellung und bitten um Äußerung ihrer Aktionäre"⁵⁾.

Ein Brief hat den Vorteil, daß er persönlicher wirkt, als irgendeine Veröffentlichung. Der Beobachter fühlt sich daher direkter angesprochen. Das Phänomen der Interessenidentität wird dadurch leichter erreicht.

1) Stephenson, H., a.a.O., S. 524.

2) Vgl. Stephenson, H., a.a.O., S. 524.

3) Mellerowicz, K., Unternehmenspolitik, a.a.O., S. 542.

4) Havermann, H., Zur Publizitätsfreudigkeit deutscher Aktiengesellschaften, in: Die Wirtschaftsprüfung, 16. Jg., Nr. 8, 1963, S. 197.

5) Hundhausen, C., Werbung um öffentliches Vertrauen, a.a.O., S. 84.

Kane schildert, wie die Standard Oil Company, New Jersey, jeden neuen Aktionär in einem Brief in der "Jersey Familie" willkommen heißt¹⁾.

Zudem hat der Aktionärsbrief den Vorzug, eine bestimmte Angelegenheit erschöpfend zu behandeln²⁾. Dieser Vorteil dient dem Ziel der Unterrichtung, der Interpretation und Erläuterung.

Auch in Deutschland wird diese Praxis der Aktionärspflege seit einigen Jahren von mehreren größeren Aktiengesellschaften geübt³⁾. Es sind Bestrebungen im Gange, diese Art von freiwilliger Publizität auf eine breitere Basis zu stellen und auf mehr Aktiengesellschaften auszuweiten. "Es wäre durchaus erstrebenswert, wenn eine derartige verstärkte Publizität der Aktiengesellschaften auf freiwilliger Basis auch unter der Herrschaft eines neuen Aktiengesetzes ergänzend neben die Erfüllung der gesetzlichen Publizitätsvorschriften in womöglich noch größerem Umfange als bisher träte und hierdurch das 'Klima' innerhalb der Gesellschaften als personellen Verbänden weiter verbessert würde"⁴⁾.

Zur Zeit befaßt sich auch die Börsensachverständigenkommission mit diesem Problem. "In der Frage der Zwischenberichterstattung war die Kommission der Auffassung, daß die periodische, möglichst vierteljährliche Berichterstattung einen wesentlichen Bestandteil einer auf die Förderung

1) Vgl. Kane, M., A Total Investor Relations Program, in: Blood, J. (Hrsg.), Investor Relations: The Company and Its Owners, American Managements Association, New York 1963, S. 24.

2) Vgl. Hundhausen, C., Industrielle Publizität, a.a.O., S. 368.

3) Vgl. Deuss, P., a.a.O., S. 239.

4) Ebd., S. 239.

des Aktiensparens gerichteten Politik darstelle ...¹⁾. Diese Berichterstattung sollte in Form von Presseberichten oder Aktionärsbriefen erfolgen²⁾.

3414. Jahreshauptversammlung

Eine weitere und fast in allen Publikums-Aktiengesellschaften geübte Form der Pflege der Aktionärsbeziehungen bietet sich in der Jahreshauptversammlung. Auch gelegentlich dieser persönlichen Begegnung mit "ihrer" Unternehmung können den Aktionären die Betriebspolitik und die Finanzierungspolitik sowie deren Zielsetzung erläutert werden. Dabei kann sich die Vorstandschaft einer besonders intensiven Wirkung auf die Gemüter der Aktionäre sicher sein. Mellerowicz empfiehlt: "Vertieft werden sollte der angeknüpfte Kontakt mit den Aktionären in der Hauptversammlung. Schließlich darf diese nicht nur als gesellschaftliche Institution verstanden werden. Sie bietet dem Betrieb vielmehr die Gelegenheit zu einem unmittelbaren Gespräch, zu einer gegenseitigen Kommunikation"³⁾. "Die Empfindung der Aktionäre auf einer Jahreshauptversammlung sind wahrscheinlich stärker und nachhaltiger als alle anderen Gelegenheiten, die die Unternehmung nutzen könnte"⁴⁾. Aber nicht nur gegenüber den Aktionären bietet die Jahreshauptversammlung die Möglichkeit, auf das Bild der Unternehmung einzuwirken, sondern auch auf die Gläubiger. In der Regel stellt die Hauptversammlung ähnlich, wie der Jahresabschluß eine wichtige Informationsquelle für viele andere Publizitäts-

1) Bremer, H., Die neuen Schwerpunkte der Börsenreform, in: Der Betriebsberater, 25. Jg., H. 1, 10. Jan. 1970, S. 1.

2) Vgl. ebd., S. 1.

3) Mellerowicz, K., Unternehmenspolitik, a.a.O., S. 541.

4) Stephenson, H., a.a.O., S. 535.

medien dar. Insbesondere in der Presse wird oft breit über die Hauptversammlungen der Publikumsgesellschaften berichtet¹⁾.

3415. Betriebsbesichtigung

Eine weitere Möglichkeit der internen Kommunikationsmedien bietet die Betriebsbesichtigung. Sie ist in verschiedenen Formen möglich. Sie kann durchgeführt werden für bestimmte Gruppen von Besuchern, etwa für Schulan, Studenten, Touristen, Persönlichkeiten des öffentlichen Lebens, der Gemeinde etc.

Sie kann aber auch in Form des "Tages der offenen Tür" stattfinden. "In der amerikanischen Fachsprache findet man den Ausdruck 'Open House'"²⁾. Dabei steht die Unternehmung an diesem Tag praktisch jedem offen. Durch persönliche Inaugenscheinnahme wird das Verständnis des Besuchers für die Probleme und Nöte der Unternehmung zusätzlich gefördert. "Ein derartiger Besuch kann der Unternehmung auch Gelegenheit geben, ihren Standpunkt gegenüber einem speziellen Problem vor einer Gruppe einflußreicher Mitbürger darzulegen"³⁾. "Kaum eine Erscheinung der Industriellen Publizität und der Public Relations Arbeit vermittelt so viel an Einsicht wie die vielfältigen Bemühungen, die sich mit der neu aufgekommenen Praxis des 'Open House' befassen"⁴⁾.

Somit ist auch dieses Kommunikationsmittel wertvoll, wenn es die Vorstandschaft bei ihrem Bestreben zu unterstützen

1) Vgl. Kapitel 3421.

2) Hundhausen, C., Industrielle Publizität, a.a.O., S. 379.

3) Stephenson, H., a.a.O., S. 588.

4) Hundhausen, C., Industrielle Publizität, a.a.O., S. 386.

gilt, durch Finanzierungsmaßnahmen auf das Image bei bestimmten Personenkreisen einzuwirken.

342. Externe Publikationsmittel

Ein wesentlicher Bestandteil der Public Relations ist auch in den externen Publikationsmedien zu sehen: das sind solche Medien, die außerhalb des Unternehmungsbereiches liegen.

3421. Presseberichte

Zu diesen externen Publikationsmedien gehören vor allem Zeitungen und Zeitschriften, die regelmäßig völlig unabhängig von den Unternehmungen sind, die sich der Dienste der Presse bedienen. Die meisten größeren Tageszeitungen haben einen eigenen Wirtschaftsteil, der zum großen Teil Nachrichten der publizierenden Gesellschaften in Ergänzung zu den vorgeschriebenen Publikationen beinhaltet. "Als Mittler der gesetzlichen und der freiwilligen Publizität dürften aber den größten Aktionsradius der Wirtschaftsteil der regionalen und überregionalen Tagespresse und die Finanzpresse im engeren Sinn haben"¹⁾. Daher gehört es zu den Hauptaufgaben des Public Relations Managers, einen ständigen Kontakt zur Presse zu unterhalten. "Für diese Person ist es wichtig, daß sie die Redakteure der örtlichen Zeitungen und die Nachrichtenredakteure der Rundfunk- und Fernsehstationen kennt. Sie sollte re-

1) Minz, W., a.a.O., S. 259.

gelmäßig mit ihnen zusammenkommen und sie über die Unternehmung und ihren Geschäftsgang unterrichten" ¹⁾).

Die speziellen wirtschaftlichen Probleme, die oft nur schwer verständlich sind, werden in Deutschland im allgemeinen von den großen Tageszeitungen nur im Wirtschaftsteil behandelt. In den kleineren Lokalblättern wird im Gegensatz zu Amerika über solche Probleme nicht viel geschrieben. Die Zeitungen sind überhaupt in Amerika leichter und allgemein verständlicher geschrieben; somit werden alle Problemkreise dem breiten Leserpublikum dieser Zeitungen zugänglich. In Deutschland sind bestimmte spezielle Probleme einem gewissen Fachpublikum vorbehalten. Entsprechend sind dann auch die Presseberichte verfaßt ²⁾. Insofern ist in Amerika das Kommunikationsmedium der Presse im Dienste der Unternehmungs-Public Relations weit wirksamer als in Deutschland - vor allem im Hinblick auf die Größe der angesprochenen Personengruppen.

3422. Pressekonferenz

Eng verbunden mit diesen Presseberichten ist die Pressekonferenz. Sie ergibt sich auch aus dem ständigen Kontakt mit den Presseleuten. Bei der Pressekonferenz kommt klar zum Ausdruck, daß es der Unternehmungsleitung darum geht, über ihr Anliegen oder das vorgesehene Thema zu diskutieren; dabei liegt es regelmäßig in der Hand der Konferenzleiter, eines Vorstandsmitglieds, die Diskussion in die Richtung zu lenken, welche von der Unternehmungs-

1) Stephenson, H., a.a.O., S. 590.

2) Vgl. Mörtzsch, F., Offenheit macht sich bezahlt, 1. Aufl. Econ Verlag GmbH., Düsseldorf 1956, S. 38.

leitung beabsichtigt ist. Seyffert sagt, es sei unerwünscht, daß die Diskussion über die Unternehmung unbeeinflußt ihren Lauf nehme¹⁾. Aber der Public Relations Manager muß sich vor der Pressekonferenz überzeugen, daß das beabsichtigte Thema auch für die Presse von Interesse ist; denn nur ein Unternehmen, das für die Öffentlichkeit Interessantes und Wissenswertes bietet, ist auch für die Presse von Bedeutung. Nur in einem solchen Fall wird die Presse den ständigen Kontakt mit der Unternehmung aufrechterhalten wollen. "Press conferences should not be called unless there is a valid and newsworthy reason"²⁾.

Mörtzsch schreibt: "Das Unternehmen vergewissert sich durch bestimmte Tests, ob das zu behandelnde Thema mit Widerhall in der Presse rechnen kann, d.h. ob das Thema ankommt, denn es weiß genau, daß eine mißglückte Pressekonferenz, die kein Echo in der Öffentlichkeit findet, dem guten Ruf des Unternehmens als Nachrichtenquelle auf Jahre hinaus schaden kann. Sorgfältige Vorbereitung und Sorgfalt bei der Themenauswahl verschaffen der Mehrzahl der Industrie-Pressekonferenzen gute Abdruckergebnisse"³⁾.

Steinberg weist darauf hin, daß die Pressekonferenz keine Alltagsangelegenheit sein soll, sondern daß zu diesem Mittel nur gegriffen werden sollte, wenn die Situation dies erfordert⁴⁾. So ist es durchaus gerechtfertigt, eine Pressekonferenz einzuberufen, wenn beispielsweise Maßnahmen im Finanzbereich der Gesellschaft zur Diskussion stehen.

1) Vgl. Seyffert, R., a.a.O., S. 1004.

2) Steinberg, C., a.a.O., S. 262.

3) Mörtzsch, F., a.a.O., S. 57 f.

4) Vgl. Steinberg, C., a.a.O., S. 264.

In diesem Falle hätte die Unternehmungsleitung Gelegenheit, diese Maßnahmen zu erläutern und dahin zu interpretieren, daß sie im Interesse der betreffenden Beobachter erfolgten. Somit fällt diesem Kommunikationsmedium die Aufgabe zu, die Unternehmungsleitung in der Absicht zu unterstützen, mit ihren Maßnahmen und Handlungen eine Interessenidentität mit ihren Beobachtern nachzuweisen und so beizutragen zur Entwicklung eines positiven Image.

3423. Mitteilungen an Auskunftsteilen und Wertpapier-analytiker

Von besonderer Wichtigkeit, gerade für die Einstellung der Gläubiger zur Gesellschaft, sind die Mitteilungen der Unternehmung an Auskunftsteilen. Auch Kreditinstitute bedienen sich der Dienste von Auskunftsteilen¹⁾. Besonders in den USA ist dieses System der Informationsbeschaffung für Zwecke der Kreditauskünfte weit verbreitet. "Im ganzen dienen die Auskünfte von Handelsauskunftsteilen praktisch mehr einer Vorentscheidung darüber, ob sich das Kreditinstitut überhaupt mit einem Kreditgesuch näher beschäftigen will"²⁾. Für die Unternehmung kommt also dem Vorstellungsbild eine große Bedeutung zu, welches sie bei den Auskunftsteilen genießt. Denn diese vermitteln das von der Unternehmung gewonnene Bild weiter an potentielle Gläubiger. Für die Gesellschaft kommt es daher darauf an, daß sie möglichst offen und bereitwillig ihr Informationsmaterial preisgibt, um das Vertrauen dieser

1) Vgl. Hintner, O. und Obst, G., a.a.O., S. 402.

2) Hintner, O., Die Kreditwürdigkeit der Unternehmung, Sonderabdruck aus: Der österreichische Betriebswirt, Band II, Jg. 1954, H. 2, Manzsche Verlags- u. Universitätsbuchhandlung, Wien 1954, S. 87.

Auskunfteien zu gewinnen. Die Informationen müssen nicht nur Zahlenmaterial enthalten, sondern auch alle Berichte, die für das richtige Verständnis und die realistische Beurteilung irgendwelcher Maßnahmen oder Situationen von Bedeutung sein können. Es sollte "alles Material übermittelt werden, das die Unternehmung für wichtig hält, um ein richtiges Verständnis für die Unternehmung zu gewinnen"¹⁾. Dies empfiehlt Stephenson für den Umgang mit den Wertpapieranalytikern, einer ähnlichen Einrichtung, wie die Auskunfteien; der Unterschied liegt darin, daß Letztere vorwiegend der Information der Gläubiger dienen, während Erstere die Aktionäre beraten wollen. "Es wird geschätzt, daß achtzig Prozent aller Transaktionen an den wichtigsten Börsen aufgrund der Empfehlungen von Maklern durchgeführt werden, die wiederum auf die Wertpapieranalytiker der Maklerfirmen zurückzuführen sind"²⁾.

Wie wichtig für die Gesellschaft die Kontaktpflege zu diesen Wertpapieranalysten eingeschätzt wird, bringt Hartmann zum Ausdruck: "Keine der großen amerikanischen Publikumsgesellschaften glaubt es sich leisten zu können, den Bedürfnissen und Wünschen dieses Personenkreises nicht besondere Aufmerksamkeit zu widmen"³⁾.

3424. Rundfunk und Fernsehen

Rundfunk und Fernsehen, weitere externe Publikationsmedien, setzten sich bislang noch nicht überzeugend auf dem Gebiet der Unternehmens-Public Relations durch. Deckl sieht die Ursache dafür in dem Umstand, daß "es zweifel-

1) Stephenson, H., a.a.O., S. 549.

2) Ebd., a.a.O., S. 548.

3) Hartmann, H., a.a.O., S. 172.

los recht schwierig ist, wirtschaftliches Geschehen im Hör- und Sehfunk allgemein verständlich und interessant zu gestalten"¹⁾. Sicherlich aber glauben viele Redakteure, solcher Stoff fände kein genügendes Echo. In den Vereinigten Staaten sind die Voraussetzungen für solchen Sendestoff in Rundfunk und Fernsehen schon deshalb besser, weil Aktienbesitz viel weiter verbreitet ist als in Deutschland; schon aus diesem Grunde wäre einer Sendung über Probleme bestimmter Unternehmungen ein umfangreicheres Publikum sicher. Man könnte aber auch umgekehrt argumentieren, daß Aktienbesitz deshalb weiter verbreitet ist, weil die Kommunikationsmedien sich mehr mit den Unternehmungen befassen. Sicherlich haben beide Argumentationen einen wahren Kern. Jedenfalls wird klar, daß Rundfunk und Fernsehen geeignete Medien sind, um der Unternehmung bei ihrer Aufgabe, der Imagebeeinflussung Unterstützung zu geben.

Steinberg mißt den Rundfunk und Fernsehanstalten als Publizitätsträger ganz besondere Bedeutung bei, weil sie den Eindruck der Unmittelbarkeit am meisten von allen Publizitätsmedien vermitteln²⁾.

343. Praktisches Beispiel

Allen Center führt in seinem Buch "Werbung um Vertrauen" einige Beispiele auf, wie die Public Relations Arbeit wirkungsvoll die Finanzpolitik der Unternehmung unterstützen kann und damit dazu beiträgt, das Bild der Unternehmung zu verbessern.

1) Deckl, A., a.a.O., S. 13.

2) Vgl. Steinberg, C., a.a.O., S. 156 und S. 164.

So schildert Center¹⁾, wie die Detroit Steel Corporation zur Erweiterung ihrer Kapazitäten sehr große Geldbeträge benötigte. Um diesen Bedarf zu decken, entschloß sich die Unternehmungsleitung, teils Fremdkapital und teils Eigenkapital durch Baremission aufzunehmen. Center hebt hervor, wie wichtig es war, bei den entsprechenden Kreisen der künftigen Kapitalgeber - "Effektenanalytiker von Investmentbanken, Handelsbanken und Versicherungsgesellschaften, Vertreter von Konsortialbanken und Wertpapierhändler" - das Bild der Corporation möglichst positiv und aussichtsreich zu zeichnen.

Im entscheidenden Augenblick wurde dann zum Kommunikationsmittel der Betriebsbesichtigung gegriffen²⁾. "Die leitenden Männer der Detroit Steel kamen bei Tisch mit vielen wichtigen Leuten ins Gespräch, deren Wort auf dem Geldmarkt Gewicht hat. Das Unternehmen, seine Arbeit, seine Pläne und seine Aussichten wurden offen dargelegt und erörtert. Fragen wurden ohne Umschweife beantwortet"³⁾.

Mit diesem Public Relations Programm gelang es der Gesellschaft schließlich 30 Millionen Dollar durch Hypothekenpfandbriefe auf dem Kapitalmarkt aufzubringen und einen weiteren sehr hohen Betrag in Form von Aktien verschiedener Gattungen zu beschaffen. Letzteres obwohl die Gesellschaft kurze Zeit vorher eine substitutive Stock-Dividende⁴⁾ verteilen mußte, welche Büschgen als reine Notmaßnahme bezeichnet⁵⁾.

1) Vgl. Center, A., Werbung um Vertrauen, Econ Verlag Düsseldorf 1958, Übersetzung aus dem Amerikanischen von Schwerdtfeger, W., Originaltitel: Public Relations Ideas in Action, S. 68 - 73.

2) Vgl. S. 176.

3) Center, A., a.a.O., S. 72.

4) Vgl. S. 138.

5) Vgl. Büschgen, H., Stock-Dividenden in der Finanzierungs- politik, a.a.O., S. 500.

Offensichtlich gelang es der Unternehmungsleitung, den Beobachtern zu verdeutlichen, daß eine Kapitalerhöhung in diesem Ausmaß für Zwecke der Erweiterungsinvestition für die Gesellschaft vorteilhaft sei und ihren Bestand sichere. Es gelang dabei, die Vorstellung von zukünftigen steigenden Erträgen zu nähren. Somit wurde die Einstellung der entsprechenden Beobachter zur Detroit Steel so beeinflußt, daß sie letzten Endes bereit waren, ihre Mittel der Unternehmung zur Verfügung zu stellen.

Die publizistische Aktivität hat sicherlich zum Gelingen dieses Vorhabens beigetragen. Aber die Tatsache der Finanzierungsmaßnahme, einer Kapitalerhöhung für diesen Zweck, war dabei Voraussetzung. Die Finanzierungsmaßnahme war Anlaß zur Neugestaltung des Gesellschaftsbildes. Dieses umfangreiche Finanzierungsvorhaben ließ von einer Gesellschaft, "die vorher in der Finanzwelt praktisch unbekannt war"¹⁾, das Bild einer Wachstumsgesellschaft entstehen.

4. Schlußbetrachtung

41. Zusammenfassung

Die Unternehmung kann mit ihren Partnern nur dann gedeihlich zusammenarbeiten, wenn es ihr gelingt, ein Vertrauensverhältnis mit ihnen herzustellen. Dies aufzubauen, ist nur möglich, wenn die Maßnahmen der Unternehmung im Interesse der Partner liegen und dies auch mit den entsprechenden Mitteln der Publizität bekannt gemacht wird²⁾.

1) Center, A., a.a.O., S. 69.

2) Vgl. Greber, E., a.a.O., S. 14.

Die Herstellung einer Interessenidentität und der Nachweis, daß die Änderungen und Regungen der Unternehmung voll den Wünschen und Zielen der Beobachter entsprechen, ist letztlich die Entwicklung eines positiven Image. "Jede Unternehmung fördert durch ihre Tätigkeit bei den Personen und Gruppen, mit denen sie direkt oder indirekt in Berührung kommt, die Entstehung eines Erscheinungsbildes ihrerseits"¹⁾.

Ganz allgemein will die Unternehmung dadurch, daß sie Tatbestände schafft, welche die Wünsche und Vorstellungen, Erwartungen und Hoffnungen der Beobachter erfüllen, ihre Anerkennung in der Öffentlichkeit erreichen. Nur, wenn die Unternehmung von allen Partnern, zu denen sie Beziehungen unterhält - seien es einzelne Personen, Personenvereinigungen, seien es Betriebe oder Behörden - anerkannt wird, dann ist ihre Existenz und ihre Weiterentwicklung gesichert.

Denn nur auf der Basis der Anerkennung können die Beziehungen zu den Partnern auf die Dauer aufrechterhalten werden.

Eine solche Anerkennung kann sich auf die verschiedenen betrieblichen Teilbereiche beziehen, die Gutenberg unterteilt²⁾, den Bereich der Leistungserstellung, der Leistungsverwertung oder den Teilbereich der finanziellen Sphäre. Diese Arbeit befaßt sich aber nur mit diesem letzteren Teilbereich - und davon nur mit dem Gebiet der internen Finanzierung - .

1) Hartmann, H., a.a.O., S. 75.

2) Vgl. Gutenberg, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band I, Die Produktion, a.a.O., S. 2.

Die speziellen Gruppen, die sich durch das gemeinsame Interesse an diesem Finanzsektor bilden, stellen die Anteilseigner und die Fremdkapitalgeber dar. Bei diesen kann sich also ein positives Image entwickeln, wenn die Tätigkeiten und Regungen der Unternehmung den gemeinsamen Interessen der jeweiligen Gruppen entsprechen.

Bei den Aktionären ergibt sich, bedingt durch die organisatorische Trennung ein Interessengegensatz mit der Geschäftsführung. Auch die Interessen der Gläubiger weichen von denen der Geschäftsleitung ab. Somit ist es Aufgabe der Vorstandschaft einer Aktiengesellschaft, die Interessengegensätze aufzulösen, um so die Anstrengungen aller Beteiligten zum gemeinsamen Erfolg zu führen.

Dies aber kann nur durch die Entwicklung eines positiven Image bei den Partnern der Unternehmung geschehen. Nur so können die Zielfunktionen von Geschäftsführung und Kapitaleigentum gleichgeschaltet werden.

Ein solcher Ausgleich der Interessen kann nur nachgewiesen werden, wenn man von der Zielfunktion der untersuchten Beobachterkreise ausgeht.

Bei den Aktionären stehen die monetären Ziele im Vordergrund¹⁾, wobei den Inhabern von Wachstumspapieren mehr am Wertzuwachs gelegen ist, während die Inhaber von Renditepapieren ihre monetären Ziele am ehesten in einer hohen Dividende verwirklicht sehen.

1) Vgl. Hielscher, U., a.a.O., S. 116 f.

Diesem Streben kommen die hier besprochenen Finanzierungsmaßnahmen entgegen. Manchmal werden beide Aktiönärsziele, also der maximale monetäre Erfolg in Form von Dividenden und in Form von Wertsteigerungen, gleichzeitig erfüllt, je nachdem ob der Aktionär Inhaber von Renditepapieren oder Inhaber von Wachstumspapieren ist.

Immer aber sollte man sich bewußt sein, daß der Interessenausgleich hinsichtlich dieser monetären Ziele durch diese Finanzierungsmaßnahmen im wesentlichen dadurch bewirkt wird, daß die betreffenden Maßnahmen mehr Klarheit und Übersichtlichkeit über die Situation der Gesellschaft vermitteln und somit die Transparenz des Zahlenwerks der Unternehmung und das Verständnis der Beobachter erhöhen. Das bedeutet also, daß die spezifische Imagebeeinflussung der Finanzierungsmaßnahmen hinsichtlich der monetären Zielfunktion umso größer sein wird, je geringer die allgemeine Publizität der Gesellschaft ist. Die Finanzierungsmaßnahmen können im Rahmen des gesamten Public-Relations Programms gesehen werden.

Aber es wurden auch noch andere Zielfunktionen aufgezeigt, über die eine Finanzierungsmaßnahme auf das Image einwirken kann.

So spielt der Gesichtspunkt der Sicherheit der Kapitalanlage in der Vorstellung des Aktionärs eine wichtige Rolle¹⁾. Die ordentliche Kapitalerhöhung kommt diesem Wunsch entgegen. Sie fördert das Vertrauen der Beobachter in das Management der Gesellschaft.

1) Vgl. o.V. "Sicherheit" bei Kapitalanlagen gesucht, a.a.O., S. 19.

Die nominelle Kapitalerhöhung bewirkt mit ihrem Split-Effekt eine Senkung der Aktienpreise, wodurch die Verkäuflichkeit der Aktie wesentlich gefördert wird. Dies erleichtert die Spartätigkeit in Aktienform für den Durchschnittsaktionär.

Schließlich trägt die Gewährung von Gratisaktien oder Stock-Dividenden dem Grundmotiv der Aktionäre, dem Streben nach Realbesitz¹⁾ Rechnung.

Bei den Gläubigern kann eine Imagebeeinflussung durch den Interessenausgleich zwischen Gläubiger und Unternehmung ebenfalls nachgewiesen werden.

Bei diesem Personenkreis stehen Sicherheit und Rentabilität des hingegebenen Kapitals im Mittelpunkt des Interesses; dabei werden beide Ziele im wesentlichen von der Ertragskraft der Gesellschaft getragen. Soweit die imagebeeinflussende Wirkung der Finanzierungsmaßnahmen von der Offenbarung dieser Ertragskraft ausgeht, gilt in den meisten Fällen, wie bei den Aktionären, daß die Intensität der Imagebeeinflussung der einzelnen Finanzierungsmaßnahmen im umgekehrten Verhältnis steht zum allgemeinen Publizitätsgrad.

Aber ungeachtet der besseren Transparenz, die durch die Finanzierungsmaßnahmen erzielt werden kann, wurde noch auf andere Gründe hingewiesen, warum die besprochenen Finanzierungsmaßnahmen das Image der Gesellschaft bei den Gläubigern beeinflussen können. So fördert eine Kapitalerhöhung mit Bezugsrechtgewährung das Vertrauen der Gläubiger

1) Vgl. Dülfer, E., a.a.O., S. 88.

in die Unternehmensführung und trägt u.U. zu einer Erweiterung der Geschäftsbeziehungen zwischen Gläubiger und Gesellschaft bei, so daß auch in dieser Hinsicht ein Interessenausgleich denkbar ist.

Diese Arbeit ist ein Versuch, nachzuweisen, ob durch interne Finanzierungsmaßnahmen ein Ausgleich erreicht werden kann zwischen den Zielen und Bestrebungen von Verwaltung einerseits und Kapitalgebern andererseits, d.h. ob das Image der Gesellschaft bei diesen Beobachternkreisen positiv zu beeinflussen ist.

Es soll mit Nachdruck darauf hingewiesen werden, daß das Image der Gesellschaft genauso gut, vielleicht sogar intensiver und mit größerem Erfolg auch durch andere Faktoren und in anderen betrieblichen Teilbereichen beeinflußt und gestaltet werden kann.

Die hier beschriebenen Finanzierungsmaßnahmen können Teil eines großen Public Relations Programms sein¹⁾. Da die Public Relations Politik sich zum Ziel setzt, ein positives Image zu erstellen - Sandig sieht in der Public Relations Arbeit eine "Politik zum Aufbau, zur Festigung, zur Pflege und zur Sicherung des Rufes der Unternehmung"²⁾ - , wird klar, daß es neben den hier beschriebenen Maßnahmen noch eine ganze Zahl anderer Möglichkeiten gibt, das Image zu beeinflussen.

1) Vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 133 ff.

2) Sandig, C., Die Führung des Betriebes, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1953, S. 130; vgl. Sandig, C. Betriebswirtschaftspolitik, a.a.O., S. 273 f; vgl. Hartmann, H., a.a.O., S. 77; vgl. Ross, J., a.a.O., S. 17.

42. Ausblick auf die Imagebeeinflussung als Finanzierungshilfe

Faehndrich weist darauf hin, "daß die Aktionärsbeziehungen nicht ausschließlich als Ziel der Unternehmungspolitik zu verstehen sind, sondern in ebenso großem Ausmaß auch als ein Mittel der Unternehmungspolitik verstanden werden müssen"¹⁾. So ist es auch in der Tat möglich, durch erfolgreiche Beeinflussung des Unternehmungs-Image, die Finanzierungspolitik der Gesellschaft zu unterstützen.

Rittershausen spricht bei einer der untersuchten Finanzierungsmaßnahmen von psychologischen Komplexen, "deren Kultivierung daher durchaus zur Technik der Finanzierung gehört"²⁾. An anderer Stelle sagt Rittershausen, daß damit das Emissionsklima vorbereitet werden soll³⁾. Das aber heißt nichts anderes, als daß mittels der durchgeführten Finanzierungsmaßnahme das Vorstellungsbild, das man sich in der Öffentlichkeit der potentiellen Kapitalgeber macht, entsprechend entwickelt werden soll. Durch diese Imageveränderung wird der Erfolg einer Neuemission vielleicht erst ermöglicht.

Wenn bedingt, durch günstige Bezugsrechte oder Gratisaktienausgabe, die Aktienkurse dieser Gesellschaft steigen⁴⁾, dann kann man mit gutem Recht diese steigende Nachfrage nach Aktien dieser Gesellschaft als ein Öffnen zusätzlicher Kapitalquellen interpretieren. Durch wirksame und erfolgreiche positive Imagebeeinflussung kann

1) Faehndrich, H., Aktionärsbeziehungen, 2. Teil, in: BFuPr., Jg. 1963, H. 2, S. 94.

2) Rittershausen, H., a.a.O., S. 84.

3) Vgl. ebd., S. 130.

4) Vgl. Hintner, O., Wertpapierbörsen, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1961, S. 125.

also die Gesellschaft sich neue Kapitalquellen erschliessen. Hunt sieht in einem erfolgreichen "Stockholder Program" d.h. der Erstellung eines positiven Image (Anmerkung des Verf.), die Voraussetzung für "investors with long-term motives" und für die Erlangung neuen Kapitals zu "satisfactory terms"¹⁾.

Eine weitere Finanzierungswirkung der Imagebeeinflussung ergibt sich aus der Tatsache, daß es für die Aktiengesellschaft gilt, den "Sparer" unter den Aktionären zu fördern. Hintner bringt dies zum Ausdruck, wenn er vom Sparer-Aktionär schreibt: "er zeichnet sich regelmäßig durch Starrheit im Besitz aus"²⁾.

Wohl aufgrund des größeren Image-Bewußtseins der Unternehmensleitungen gelang es offensichtlich den amerikanischen Gesellschaften, gerade dieses Ziel zu erreichen. Dies schließt Gross daraus, daß die Umsätze an der New Yorker Börse neuerdings anteilsmäßig nicht mehr hoch sind. "Und die verschiedensten Untersuchungen haben ergeben, daß besonders der kleine und mittlere Aktionär seine Papiere ziemlich unverändert hält"³⁾. Diese Förderung des "Sparer-Aktionärs" bedingt also zwangsläufig eine enge und dauerhafte Verbindung zwischen Kapitalgeber und Unternehmung. Die zielbewußte Beeinflussung des Vorstellungsbildes der Gesellschaft bei den Aktionären bewirkt eine so weitgehende Interessenidentität, daß diese Aktionäre bereit sind, in eine stetige Verbindung mit der Gesellschaft zu treten - ganz im Gegensatz zum Spekulant, "der praktisch in seiner Vorstellung trennt zwischen

1) Hunt, P., a.a.O., S. 110.

2) Hintner, O., Welche Gründe bestimmen Angebot und Nachfrage an der Börse?, in: Wertpapier Taschenbuch, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964, S. 179.

3) Gross, H., Moderne Meinungspflege, a.a.O., S. 152.

Aktie und Unternehmung. Für ihn ist es unmaßgeblich, wie die wirtschaftliche Situation der Unternehmung ist" ¹⁾).

Aus dieser polaren Haltung von Sparer und Spekulant wird klar, wie wichtig für die Aktiengesellschaft die Imagebeeinflussung ist, um Kapitalgeber zu finden, deren Interessen gleichgeschaltet sind mit denen der Unternehmung.

Doch diese Bedeutung der Imagebeeinflussung für die Finanzierung der Unternehmung aufzuzeigen, war nicht die eigentliche Absicht dieser Arbeit. Viel mehr sollte gezeigt werden, daß es möglich ist, mittels interner Finanzierungsmaßnahmen das Gesellschaftsbild im Finanzierungsbereich zu beeinflussen.

Durch die Finanzierungswirkung eines positiven Image wird klar, wie notwendig es für eine Unternehmungsleitung ist, um ein positives Image und Vorstellungsbild bei den Gruppen von Partnern bemüht zu sein, mit denen die Gesellschaft zusammenarbeitet ²⁾.

Immer aber ist zu bedenken: Bei der Gestaltung der Kapitalstruktur und der Auswahl der hierfür notwendigen Maßnahmen muß in jedem Fall den Kriterien von Sicherheit und Rentabilität der Vorrang gegeben werden. Erst in zweiter Linie kann es sich die Unternehmung erlauben, damit auch ihr Image entsprechend zu beeinflussen. In der Regel aber läßt sich dieses Kriterium mit den anderen vereinbaren.

1) Hintner, O., Wertpapierbörsen, a.a.O., S. 125.

2) Vgl. S. 23 f.

Versteht man doch unter Unternehmungs-Image das Bild, das ein Beobachter von der Unternehmung aufgrund seiner Vorstellungen, Erwartungen und Hoffnungen gewinnt, die sich im wesentlichen aus seiner Interessenlage ergeben. Und zumindest mit den untersuchten Öffentlichkeitsgruppen hat die Unternehmung gemeinsame Interessen, so daß weder das Kriterium der Sicherheit noch das der Rentabilität, jenes der Imagebeeinflussung auszuschließen vermag.

L I T E R A T U R V E R Z E I C H N I S

I. Bücher

- Bergler, R., Psychologie des Marken- und Firmenbildes, Verlag Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1963
- Berle, A. und Means, G., The Modern Corporation and Private Property, The Mac Millan Company, New York 1950
- Bernicken, H., Das Bezugsrecht des Aktionärs, C. Heymanns Verlag, Berlin 1928
- Blessing, W. und Puhl, J., Börsenchancen richtig nutzen, 3. neubearb. Aufl., Verlag Moderne Industrie, München 1962
- Bogen, J., Financial Handbook, 3. Aufl., The Ronald Press Company, New York 1956
- Boulding, K., The Image, dt. Übersetzung von Gross, H., "Die neuen Leitbilder", Econ Verlag, Düsseldorf 1958
- Büschgen, H., Aktienanalyse und Aktienbewertung nach der Ertragskraft, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1962
- Wertpapieranalyse, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1966
- Center, A., Werbung um Vertrauen, Econ Verlag, Düsseldorf 1958, Übersetzung aus dem Amerikanischen von Schwerdtfeger, W. - Originaltitel: Public Relations Ideas in Action
- Deuss, P., Das Auskunftsrecht des Aktionärs, C.H. Beck'sche Verlagsbuchhandlung, München und Berlin 1962
- Deutsch, P., Grundfragen der Finanzierung, 2. neubearb. und erweiterte Aufl., Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1967
- Dülfer, E., Die Aktienunternehmung, Verlag Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen 1962

- Flume, W., Grundlagen der Aktienrechtsreform, Verlag Handelsblatt GmbH., Düsseldorf 1960
- Friedeburg, L., Soziologie des Betriebsklimas, Europäische Verlagsanstalt Frankfurt/M. 1963
- Graham, B., Dodd, D., Cottle, S., Security Analysis - Principles and Technique, Mc Graw Hill Book Company Inc., New York usw. 1962
- Graham, B. and Mc Golrick, C., The Interpretation of Financial Statements, Harper & Row Publishers, New York usw. 1964
- Greber, E., Public Relations, Verlag Paul Haupt, Bern 1952
- Gross, H., Manager von Morgen, 3. Aufl., Droste-Verlag, Düsseldorf 1950
- Moderne Meinungspflege, Droste-Verlag, Düsseldorf 1951
- Gutenberg, E., Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band I, Die Produktion, 11. Aufl., Springer-Verlag, Berlin-München 1965
- Grundlagen der Betriebswirtschaftslehre, Band III, Die Finanzen, 2. Aufl., Springer-Verlag, Berlin usw. 1969
- Härle, D., Finanzierungsregeln und ihre Problematik, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1961
- Hagest, K., Selbstfinanzierung des Betriebes, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1952
- Harold, G., Corporation Finance, 3. Aufl., Barnes & Nobles Inc., New York 1960
- Hax, K., Die Substanzerhaltung der Betriebe, 1. Aufl., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1957
- Hielscher, U., Das optimale Aktienportefeuille, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1969
- Hintner, O., Die Kreditwürdigkeit der Unternehmung, Sonderabdruck aus: Der österreichische Betriebswirt, Band II, Jg. 1954, H. 2, Manz'sche Verlags- und Universitätsbuchhandlung, Wien 1954

- Hintner, O., Wertpapierbörsen, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1961
- Hintner, O. und Obst, G., Geld-, Bank- und Börsenwesen, 36. vollst. neubearb. Aufl., Poeschel-Verlag, Stuttgart 1964
- Hofstätter, P., Das Denken in Stereotypen, Verlag Vandenhoeck und Ruprecht, Göttingen 1960
- Hundhausen, C., Industrielle Publizität, Verlag Girardet, Essen 1957
- Werbung um öffentliches Vertrauen, I. Band, Verlag Girardet, Essen 1951
- Hunt, P., Williams, C., Donaldson, G., Basic Business Finance, 3. Aufl., Richard D. Irwin Inc., Homewood 1966
- Husband, W. and Dockeray, J., Modern Corporation Finance, 4. Aufl., R.D. Irwin, Inc. Homewood Illinois, 1957
- Kaiser, H., Dividendenpolitik, Verlag Paul Haupt, Bern 1938
- Kalveram, W., Finanzierung der Unternehmung, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1953
- Kolbe, K., Der Finanzbedarf, 2. durchges. Aufl., Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer GmbH., Düsseldorf 1959
- Kropff, B., Aktiengesetz, Verlagsbuchhandlung des Instituts der Wirtschaftsprüfer GmbH., Düsseldorf 1965
- Kutzenberger, G., Mitbestimmung der Aktionäre, Verlag Duncker und Humblot, Berlin 1964
- Le Bon, G., Psychologie der Massen, Kröner-Verlag, Stuttgart 1961
- Lesly, P., Public Relations Handbook, Prentice Hall Inc., New York 1950
- Lippmann, W., Public Opinion, New York, The Mac Millan Company, 1961

- Mellerowicz, K., Unternehmenspolitik, Band III, Haufe-Verlag, Freiburg/Brsg. 1964
- Mellerowicz, K. und Jonas, H., Bestimmungsfaktoren der Kreditfähigkeit, 2. unveränd. Aufl., Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1957
- Miller, D. und Form, W., Unternehmung, Betrieb und Umwelt, deutsche Ausgabe, bearb. v. Specht, K., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1957
- Mörtzsch, F., Offenheit macht sich bezahlt, 1. Aufl., Econ Verlag GmbH., Düsseldorf 1956
- Münstermann, H., Geschichte und Kapitalwirtschaft, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1963
- Deckl, A., Öffentlichkeitsarbeit in Theorie und Praxis, Veröffentlichungen der Wirtschaftshochschule Mannheim, Reihe 2: Reden, H. 5, W. Kohlhammer-Verlag 1960
- Prion, W., Selbstfinanzierung der Unternehmung, Verlag von Julius Springer, Berlin 1931
- Rathenau, W., Vom Aktienwesen, Verlag S. Fischer, Berlin 1917
- Rauch, K., Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, Verlag Hermann Böhlhaus Nachfolger, Weimar 1940
- Richebächer, K., Börse und Kapitalmarkt, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1963
- Rittershausen, H., Industrielle Finanzierung, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964
- Ross, I., The Image Merchants, 1. Aufl., Garden City, New York, Doubleday 1959
- Sandig, C., Betriebswirtschaftspolitik, 2. völlig neubearb. Aufl., Poeschel-Verlag, Stuttgart 1966
- Finanzierung mit Fremdkapital, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1965
- Die Führung des Betriebes, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1953

- Schlembach, H., Die Bewertung von Aktien, Verlag Moderne Industrie, München 1968
- Schmalenbach, E., Die Aktiengesellschaft, 7. Aufl., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1950
- Beteiligungsfinanzierung, 9. verb. Aufl., Westdeutscher Verlag, Köln und Opladen 1966
- Schmaltz, K., Betriebsanalyse, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1929
- Schmidt, R., Die Gewinnverwendung der Unternehmung, Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1963
- Schnettler, A., Betriebsanalyse, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1960
- Schrempf, C., Geld richtig anlegen, Verlag Moderne Industrie, München 1955
- Deutsche Aktienfavoriten 1960, Verlag Moderne Industrie, München 1959
- Schröder, W., Bilanzvergleich mittels Bewegungsbilanz und Kennziffern, Hanseatische Verlagsanstalt, Hamburg 1942
- Schultz, D., Der Rechtsbegriff der Genossenschaft und die Methode seiner richtigen Bestimmung, entwickelt am Problem der Produktivgenossenschaft, Düsseldorf: Triltsch 1958, Veröffentlichung des Instituts für Genossenschaftswesen an der Philipp-Universität, Marburg/Lahn
- Sellien, H., Finanzierung und Finanzplanung, 2. Aufl., Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964
- Seyffert, R., Werbelehre, Band II, Poeschel-Verlag, Stuttgart 1966
- Steinberg, C., The Mass Communicators, Harper & Brothers Publishers, New York 1958
- Stephenson, H., Leitbuch der Public Relations, Verlag Girardet, Essen 1964
- Stricker, W., Aktienkapitalerhöhungen und Bezugsrechte, Verlag Schulthess & Co. A.G., Zürich 1955

- Töndury, H. und Gsell, E., Finanzierungen, Verlag des
Schweiz. Kaufmännischen Vereins, Zürich
1948
- Viel, J., Betriebs- und Unternehmungsanalyse, 2. Aufl.,
Verlag des Schweizerischen Kaufmännischen
Vereins, Zürich 1958
- Vogel, E., Public Relations, Fritz Knapp Verlag,
Frankfurt/M. 1952
- Walker, E. and Baughn, W., Financial Planning and Policy,
Harper & Row, New York usw. 1964
- Weisser, K., Der Gewinn der Aktiengesellschaft im Span-
nungsfeld zwischen Gesellschaft und
Aktionären, Verlag Duncker & Humblot,
Berlin 1962
- Wilhelmi, H. und Friedrich, W., Kleine Aktienrechtsreform,
Verlag Walter De Gruyter & Co., Berlin 1960
- Würdinger, H., Aktien- und Konzernrecht, 2. neubearb. Aufl.,
Verlag C.F. Müller, Karlsruhe 1966
- Zentner, G., Das Liquiditätsproblem in der industriellen
Unternehmung, Industrie-Verlag Spaeth &
Linde, Berlin-Wien 1932

II. Kommentare, Nachschlage- und Sammelwerke

- Baumbach, A. und Hueck, A., Aktiengesetz, Beck'sche
Kommentare, Band 23, 12. Neubearb. Aufl.,
Stand vom 1.10.1964, Beck'sche Verlags-
buchhandlung, München und Berlin 1965
- Aktiengesetz, Beck'sche Kommentare, Band 23,
13. völlig Neubearb. Aufl., Beck'sche
Verlagsbuchhandlung, München 1968
- Esser, J., Zukunftsprobleme des Kapitalmarktes -
zielbewußte Finanzierung, in: Deutsche
Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.),
Probleme des Kapitalmarktes - zielbewußte
Finanzierung, Berlin 1966, S. 9 - 20
- Früh, E., Einflüsse auf den Marktwert der Wertpapiere,
in: Wertpapier Taschenbuch, Verlag Th.
Gabler, Wiesbaden 1964, S. 182 - 194
- Godin, R. und Wilhelmi, H., Aktiengesetz, Band II, 3. Aufl.,
Verlag Walter De Gruyter & Co., Berlin 1957
- Aktiengesetz vom 6. Sept. 1965, Kommentar,
Band I, 3. Aufl., bearb. von Wilhelmi, H.
und Wilhelmi, S., Verlag Walter De Gruyter
& Co., Berlin 1967
- Aktiengesetz vom 6. Sept. 1965, Kommentar,
Band II, 3. Aufl., bearb. von Wilhelmi, H.
und Wilhelmi, S., Verlag Walter De Gruyter
& Co., Berlin 1967
- Gutenberg, E., Finanzierung und Sanierung, in: Nicklisch,
H. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirt-
schaft, 2. Aufl., Band I, Poeschel-Verlag,
Stuttgart 1938, Sp. 1739 - 1786
- Hauck, M., Methoden der Aktienbewertung, in: Deutsche
Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), -
Probleme des Kapitalmarktes - zielbewußte
Finanzierung, Berlin 1966, S. 33-46
- Hax, K., Langfristige Finanz- und Investitionsent-
scheidungen, in: Hax, K. und Wessels, T.
(Hrsg.), Handbuch der Wirtschaftswissen-
schaften, Band I, Köln und Opladen 1966,
S. 401 - 486

- Hintner, O., Effektenemission, in: Seischab, H. und Schwantag, K. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band I, 3. Aufl., Stuttgart 1956, Sp. 1521 - 1531
- Eigen- und Fremdkapital in betriebswirtschaftlicher Sicht, Sonderdruck aus: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft, Zur Finanzierungspolitik der Unternehmungen, Vorträge der Düsseldorfer Tagungen vom 4. - 5.4.1963, Berlin 1963, Zitierweise: Eigen- und Fremdkapital
- Welche Gründe bestimmen Angebot und Nachfrage an der Börse? in: Wertpapier Taschenbuch, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964, S. 176 - 181
- Hofe, E., Eigenkapitalversorgung der Unternehmungen, in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), Planmäßige Finanzierung der Unternehmungen, Vorträge der Düsseldorfer Tagungen vom 9. und 10.4.1964, Berlin 1964, S. 99 - 113
- Hofstätter, P., Die Öffentlichkeit als Adressat der Publizität, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, Vorträge und Diskussionen der gleichnamigen Tagung in Königstein/Ts., am 13./14.4.1962, Fritz Knapp Verlag, Frankfurt/M. 1962, S. 74 - 87, Zitierweise: Das Frankfurter Publizitätsgespräch
- Hundhausen, C., Die Bedeutung der Publizität unter besonderer Berücksichtigung der historischen Bedeutung, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 17 - 32
- Janberg, H., Finanzierung und Finanzpolitik, in: Janberg, H. (Hrsg.), Finanzierungs-Handbuch, Verlag Th. Gabler, Wiesbaden 1964, S. 25 - 55
- Käfer, K., Konzentration und Publizität, in: Arndt, H. (Hrsg.), Konzentration in der Wirtschaft, Band III, Wirkungen und Probleme der Konzentration, Berlin 1960, Verlag Duncker & Humblot, S. 1603 - 1632

- Kane, M., A Total Investor Relations Program, in: Blood, J. (Hrsg.), Investor Relations: The Company and Its Owners, American Management Association, New York 1963, S. 20 - 27
- Krahnen, J., Vermögensanlage in deutschen Aktien, in: Zimmerer C. (Hrsg.), Handbuch der Vermögensanlage, Frankfurt/M. 1964, S. 117 - 132
- Mayer, L., Publizität, in: Seischab, H. und Schwantag, K. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band 3, 3. völlig neubearb. Aufl., Stuttgart 1960, Sp. 4510 - 4518
- Mecklenburg, G., Kapitalverwässerung - Erscheinungsformen und Möglichkeiten der analytischen Erfassung, in: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (Hrsg.), Beiträge zur Aktienanalyse, München und Darmstadt 1964 - 1967, H. 3, S. 17 - 26
- Minz, W., Mittler der Publizität, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 258 - 276
- Moxter, A., Die Bestimmung des optimalen Selbstfinanzierungsgrades unter privatwirtschaftlichem Aspekt, in: Fettel, J. und Linhardt, H. (Hrsg.), Der Betrieb in der Unternehmung, Festschrift für Wilhelm Rieger, W. Kohlhammer-Verlag, Stuttgart 1963, S. 300 - 317
- Schlembach, H., Die Gewinnsschätzung aus den Steuern, in: Deutsche Vereinigung für Finanzanalyse und Anlageberatung (Hrsg.), Beiträge zur Aktienanalyse, München und Darmstadt 1964 - 1967, H. 3, S. 5 - 15
- Schneider, E., Publizität und Abschlußprüfung vom Standpunkt der Wirtschaft, in: Wirtschaftsprüfung als Element gesunder Wirtschaftsentwicklung, Band X der Schriftenreihe des Instituts der Wirtschaftsprüfer, S. 53 - 72
- Schnettler, A., Dividende und Dividendenpolitik, in: Seischab, H. und Schwantag, K. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band I, 3. Aufl., Stuttgart 1956, Sp. 1433 - 1443

- Schwantag, K., Aktiengesellschaft - AG. in wirtschaftlicher Hinsicht, in: Beckerath, E. u.a. (Hrsg.), Handwörterbuch der Sozialwissenschaften, 1. Band, Verlag Vandenhoeck & Ruprecht, Göttingen 1956, S. 143 - 162
- Steffan, F., Industriefinanzierung im Realkredit, in: Deutsche Gesellschaft für Betriebswirtschaft (Hrsg.), Planmäßige Finanzierung der Unternehmungen, Vorträge der Düsseldorfer Tagungen vom 9. und 10.4.1964, Berlin 1964, S. 43 - 61
- Stützel, W., Liquidität, in: Beckerath, E. u.a. (Hrsg.), Handbuch der Sozialwissenschaften, 6. Band, Verlag Gustav Fischer, Stuttgart 1959, S. 622 - 629
- Diskussionsbeitrag, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 244 - 252
- Entscheidungstheoretische Elementarkategorien als Grundlage einer Begegnung von Wirtschaftswissenschaft und Rechtswissenschaft, in: Raiser, L. u.a. (Hrsg.), Das Verhältnis der Wirtschaftswissenschaft zur Rechtswissenschaft, Soziologie und Statistik, N.F., Band 33, Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1964, S. 27 - 51, Zitierweise: Entscheidungstheoretische Elementarkategorien
- Weber, K., Dividendenpolitik, in: Mitteilungen aus dem Handelswissenschaftlichen Seminar der Universität, Zürich, H. 99, Kommissionsverlag Schulthess & Co. A.G., Zürich 1955
- Weiß, A., Dividende und Dividendenpolitik, in: Nicklisch, H. (Hrsg.), Handwörterbuch der Betriebswirtschaft, Band II, 1. Aufl., Stuttgart 1926, Sp. 456 - 460
- Wiethölter, R., Die Publizitätsinteressen der Anteilseigner, in: Barz, C. u.a. (Hrsg.), Das Frankfurter Publizitätsgespräch, a.a.O., S. 33 - 54

III. Aufsätze

- Baehring, B., Die Aktie - wie vor 1914?, in: ZfgK, 18. Jg., 1965, H. 2, S. 62 - 64
- Biedenkopf, D., Die Price-earnings ratio - ein Wertmesser für Aktien, in: Das Wertpapier, Jg. 1964, H. 10, S. 820 - 824
- Braun, W., in: Männer der Wirtschaft, Beilage zu: Das Wertpapier, Jg. 1965, Nr. 6a, S. 1 - 8
- Bremer, H., Die neuen Schwerpunkte der Börsenreform, in: Der Betriebsberater, 25. Jg., H. 1, 10. Jan. 1970, S. 1 - 3
- Büschgen, H., Stock-Dividenden in der Finanzierungspolitik deutscher Aktiengesellschaften, in: BFuPr., 15. Jg., 1963, H. 9, S. 497 - 518
- Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 1. Teil, in: Das Wertpapier, 1965, H. 9, S. 763 - 768
- Beurteilung von Aktien nach Dividenden und Gewinnen, 2. Teil, in: Das Wertpapier, 1965, H. 10, S. 808 - 812
- Claussen, P., Synthese zwischen Ertrags- und Renditedenken, in: Das Wertpapier 1965, H. 6, S. 485 - 490
- Dempewolf, G., Ist die Ausgabe von Belegschaftsaktien bei Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln eine verfassungswidrige Eigentumsentziehung?, in: Die Aktiengesellschaft, Jg. 1959, Nr. 5, S. 120 - 123
- Deutsches Kuratorium für soziale Eigentumsbildung, Vorschlag zur Bildung eines Aktionärsausschusses bei der Volkswagen AG., in: Beilage zu: Der Volkswirt, Jg. 1961, 2. Quartal, H. 22
- Faehndrich, H., Aktionärsbeziehungen, 2. Teil, in: BFuPr., Jg. 1963, H. 2, S. 88 - 95
- Gessler, E., Kapitalerhöhung aus Gesellschaftsmitteln, in: Der Betriebsberater, Jg. 1960, H. 1, S. 6 - 11

- Harden, J., Die Popularisierung der Aktie in den USA, in: Der Volkswirt, 6. Jg., 1952, H. 19, S. 9 - 11
- Hauck, M., Hohe Bezugskurse - keine Strafe für den Aktionär?, in: Blick durch die Wirtschaft, Nr. 54 vom 4.3.1960, S. 2
- Havermann, H., Zur Publizitätsfreudigkeit deutscher Aktiengesellschaften, in: Die Wirtschaftsprüfung, 16. Jg., 1963, Nr. 8, S. 193 - 202
- Herrmann, K., Die Statistik der Börsenwerte der Aktien, in: Wirtschaft und Statistik, 8. Jg. N.F. 1956, Text-Teil, S. 188 - 197
- Hornef, H., Überforderter Kleinaktionär, in: Der Volkswirt, 13. Jg., 1959, H. 6, S. 229 - 231
- Hunt, P., A Program for Stockholder Relations, in: Harvard Business Review, 30. Jg., H. 5, Boston, Sep./Okt., 1952, S. 99 - 110
- Illetschko, L., Die Publizität der Kapitalgesellschaften im Auslande, in: ZfhF, 10. Jg., 1958, H. 9, S. 414 - 426
- Kandlbinder, K., Renditen - Einst und Heute, Teil II, in: ZfgK, Jg. 1960, 2. Halbjahresband, H. 16, S. 749 - 752
- Klein, W., in: Männer der Wirtschaft, Beilage zu: Das Wertpapier, Jg. 1965, Nr. 5 a, S. 1 - 4
- Kleining, G., Zum gegenwärtigen Stand der Imageforschung, in: Zeitschrift für Psychologie und Praxis, 3. Jg., 1959, H. 4, S. 198 - 212
- Kruk, M., Bilanzen - kein Betriebsgeheimnis, Vorschläge für eine erweiterte Publizität der Unternehmen, in: FAZ Nr. 42, 19.2.1955, S. 5
- War der DEA-Kurs falsch?, in: FAZ Nr. 99, 29.4.1966, S. 33
- Kulke, F., Stockdividende - eine Liquiditätsfrage, in: ZfgK, 1963, H. 5, S. 186 - 187

- Linhardt, H., Zur Reform des Aktienrechts, in: Die Aussprache, 1958, H. 10, S. 331 - 336
- Lotz, K., in: Männer der Wirtschaft, Beilage zu: Das Wertpapier, Jg. 1965, Nr. 6 a, S. 1 - 4
- Mellerowicz, K., Die Problematik der Industriefinanzierung, in: ZfgK, Jg. 1958, H. 4, S. 121 - 125
- Moxter, A., Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung und der Stand der Bilanztheorie, in: ZfbF, 18. Jg., 1966, o.H., S. 28 - 59, Zitierweise: Die Grundsätze ordnungsmäßiger Bilanzierung
- Muthesius, V., Aktienflaute - Warum?, in: ZfgK, 18. Jg., 1965, H. 6, S. 203 - 205
- Ottel, F., Bilanzwahrheit, Bilanzklarheit, in: ZfB, 29. Jg., 1959, Nr. 1, S. 1 - 7
- o.V., BMW-Sechszylinder erobern sich ihren Markt, in: FAZ, Nr. 152, 5.7.1969, S. 21
- o.V., Bayer-Aktie wird leichter, in: SZ, Nr. 303, 18.12.1964, S. 8
- o.V., Bayer erhöht das Kapital und splittet, in: SZ, Nr. 303, 18.12.1964, S. 9
- o.V., BMW-Aktionäre wollen sich nicht ausbooten lassen, in: SZ, Nr. 160, 5./6.7.1969, S. 26
- o.V., "Sicherheit" bei Kapitalanlagen gesucht, in: Handelsblatt Nr. 171, 7.9.1966, S. 19
- o.V., Volkswagen vertröstet Aktionäre auf nächstes Jahr, in: SZ, Nr. 159, 4.7.1969, S. 25
- Prion, W., Dividendenpolitik und stille Reserve, in: Bankwissenschaft, 5. Jg., 1928/29, 2. Halbjahresband, H. 23, S. 885 - 897
- Pabst, G., Die Bewertung der Wertpapiere, in: Das Wertpapier, Jg. 1959, o.H., S. 608 - 612
- Schaeffer, F., in: Der Regierungsentwurf zur Aktienrechtsreform im Bundestag, in: Die Aktiengesellschaft, 6. Jg., 1961, H. 1, S. 2 - 9

- Schmölders, G., Zur Frage der steuerlichen Behandlung von Gratisaktien, in: Die Aktiengesellschaft, Jg. 1956, Nr. 1, S. 12 - 13
- Schrempf, C., Die Doppelnatur der Aktie, in: Der Volkswirt, 8. Jg., 1954, H. 14, S. 10 - 12
- Schütz, A., Bezugsrecht und Vermögen des Aktionärs, in: Der Volkswirt, 13. Jg., 1959, 4. Quartal, H. 50, S. 2650 - 2651
- Schupp, R., Wider das Zerrbild der Prozentkurse am Aktienmarkt, in: ZfB, 28. Jg., 1958, H. 10, S. 652 - 654
- Seidel, K., Das fremde Kapital im Unternehmen, in: ZfB, 1. Jg., 1924, o.H., S. 221 - 231
- Wilhelmi, H., in: Die Aktienrechtsreform erneut vorm Bundestag, in: Die Aktiengesellschaft, 7. Jg., 1962, H. 3, S. 59 - 63
- Wolfsturm, P., Wachstum ist entscheidend, nicht Rendite, in: Das Wertpapier, 1965, H. 4a, S. 256 - 261
- Würdinger, H., Zum Dividendenrecht des Aktionärs zugleich ein Beitrag zum Problem der Selbstfinanzierung, in: Der Betrieb, 11. Jg., 1958, H. 29/30, S. 825 - 828, Zitierweise: Zum Dividendenrecht des Aktionärs

IV. Dissertationen

- Hartmann, H., Die große Publikumsgesellschaft und ihre Investor Relations, Dissertation, München, Verlag Duncker & Humblot, Berlin 1968
- Paulmichl, A., Der Ertrag der Aktie als Bewertungsgrundlage, Dissertation, Frankfurt/M. 1938
- Wolf, H., Aktien mit und ohne Nennwert, Dissertation, München 1956

EIDESSTATTLICHE ERKLÄRUNG

Ich gebe hiermit die eidesstattliche Erklärung ab, daß ich die vorliegende Arbeit selbständig angefertigt habe; die aus fremden Quellen direkt oder indirekt übernommenen Gedanken sind als solche kenntlich gemacht.

Die Arbeit wurde bisher keiner anderen Prüfungsbehörde vorgelegt und auch noch nicht veröffentlicht.

München, den 31. März 1970

L E B E N S L A U F

Am 15. Juli 1938 wurde ich als Sohn des Kaufmanns, Amadeus Spindler, und dessen Ehefrau, Franziska, geb. Greil, geboren.

Im Schuljahr 1944/45 besuchte ich die Volksschule in Bernau am Chiemsee, anschließend bis zum Jahre 1948 die Volksschulen, Hirschberg Schule und Winthir Schule in München.

Danach trat ich in das Wittelsbacher Gymnasium in München ein. Hier legte ich 9 Jahre später, im Jahre 1957, die Reifeprüfung ab.

Im Wintersemester 1957/58 immatrikulierte ich mich an der Ludwig-Maximilians-Universität in München und studierte Betriebswirtschaft. Während der Semesterferien arbeitete ich teils in der Verwaltung einer Großwäscherei in London (Großbritannien), und teils in Zweigstellen einer Münchner Geschäftsbank. Nach 9-semesterigem Studium legte ich in München, im Jahre 1962, im Frühjahrstermin das Diplom Examen ab.

Unmittelbar danach trat ich in das elterliche Unternehmen ein, in dem ich vorwiegend Monats- und Jahresabschlüsse erstellte. Daneben war ich mit der Errichtung eines neuen Betriebes beauftragt. Seit Beendigung dieser Aufbauarbeiten im Jahre 1966, befaßte ich mich mit dem Thema meiner Dissertation, an der ich seit dem Jahre 1967 ausschließlich arbeite.

